الدكتور فهد الحويماني

المال والاستثمار في الأسواق المالية



- الأسهم الدولية والأسهم السعودية
- التحليل الأساسي والتحليل الفني
- وسائل استثمارية ومواضيع اقتصادية

الطبعة الثانية

ح فهد بن عبدالله حامد الحويماني، ١٤٢٦هـ

فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر

الحويماني، فهد بن عبد الله

المال والاستثمار في الأسواق المالية. /فهد بن عبدالله الحويماني - ط٢ - الرياض، ١٤٢٦هـ

٦٢٠ ص، ٢٤ سم

ردمك: ٤ - ٩٨٠ - ٤٩ - ٩٩٦٠

١-الأسهم- صناديق الاستثمار-السندات ٢-التحليل الفني ٣-التحليل الأساسي أ- العنوان

ديوي ٣٣٢,٦٣٢٢٧٣ ١٤٢٦/٧٤٥٧

رقم الإيداع: ١٤٢٦/٧٤٥٧ ردمك ٤ - ٩٨٠ - ٤٩ - ٩٩٦٠

عدد الصفحات ٦٢٤، عدد الكلمات ١٥٧,٣٠١، عدد الأحرف ٧٤٦,٨٤٧.

صف وإخراج: د. فهد عبد الله الحويماني
تصميم غلاف: بندر السويجب
تصوير: مشعل الحصيان، فادي قماطي
مراجعة لغوية: عبدالقادر الماحي
طباعة: مطابع دار الهلال للأوفست

الطبعة الثانية

٢٠٠٦م (١٤٢٧هـ)

الناشر

د. فهد عبد الله الحويماني

Dr_fahad_Book@yahoo.com


بسم الله الرحمن الرحيم

إلى جميع قراء الطبعة الأولى

مقدمة الطبعة الثانية

عندما قمت بكتابة الطبعة الأولى من هذا الكتاب في نهاية عام ١٩٩٩م لم يخطر ببالي هذا الإقبال الكبير على الكتاب، خصوصاً بعد الانهيار الشديد للأسواق العالمية. بل لم أتوقع أن يُستخدم هذا الكتاب كمرجع رئيسي للاستثمار في عدد من الأسواق المالية الخليجية وجامعاتها، وهو كتاب كان يختص بالأسواق الأمريكية! ولكن يبدو أن القراء الكرام اكتشفوا بسرعة أن علم الاستثمار وطرق التعامل بالأسهم والأساليب المتبعة في كل مكان هي واحدة، ولا تختلف إلا بفروقات بسيطة هنا وهناك.

وضريبة الثقة التي منحني إياها القراء العرب في كل مكان هي أن أقوم مرة أخرى بإخراج الطبعة الثانية من الكتاب، وأن أقوم بإعادة قراءته وتنقيحه والتأكد من سلامته من الأخطاء، بل إني قمت بإعادة كتابة عدد من الصفحات بشكل كامل، وقمت بإضافة مواضيع كثيرة هنا وحذف مواضيع كثيرة هناك، كما تمت مراجعة الكتاب من قبل عدد كبير من المختصين وأساتذة الجامعات. وتحديداً تمت تغطية التحليل الفني للأسهم بشكل كبير ومفصل، من حيث أشكال النماذج إلى تفسير المؤشرات، ومن الدعم والمقاومة إلى الفجوات، إضافة إلى كيفية الاستفادة من برامج التحليل الفني. وبالطبع فقد قمت بإضافة باب كامل عن السوق السعودي، يحتوي على مواضيع عديدة عن الأسهم السعودية، من أنظمة وإجراءات وآلية عمل السوق، إلى أبرز جوانب التحليل الأساسي وأهم أساليب التحليل الفني المستخدمة فيه، بحيث يمكن قراءته بشكل مستقل أو الرجوع حسب الحاجة لأحد فصول الكتاب لمزيد من الإيضاح. وتم التطرق لمستقبل السوق السعودي من الناحية الأساسية والفنية وطرح بعض التوصيات بشأنه.

وأعود وأقول كما ذكرت في الطبعة الأولى إن هذا الكتاب ليس مترجماً من أي كتاب آخر، وليس منقولاً من كتب أخرى، بل هو عمل أصلي بذلت فيه جهداً كبيراً مستخدماً العديد من المراجع من كتب ومقالات ومعلومات مختلفة. وأتمنى من الله أن يكون هذا الكتاب مفيداً للقارئ العربي في كل مكان، وأن يجد فيه القارئ ما يصبو إليه.

وأخيراً، لا أنسى أن أتقدم بالشكر والعرفان لجميع القراء والمهتمين وخصوصاً أولئك الذين يشيدون دوماً بالكتاب من خلال الرسائل البريدية ومن خلال البريد الإلكتروني ومنتديات الإنترنت، وأشكر كذلك جميع من حضر دوراتي التدريبية وكل من له اهتمام بهذا الكتاب.

تمهيد

أضع بين يدي القارئ العربي هذا الكتاب المعني بالاستثمار في الأسواق المالية ليكون سنداً لمن أراد الخوض في عالم الاستثمار ... عالم المخاطرة المدروسة ... عالم البحث عن الاستقلال المالي. إن ما دفعني للكتابة هو إيماني الشديد بأن العلم والمعرفة هما سلاح المستثمر، وبدونهما فإن المستثمر أشبه بمن يقود سيارة أُطفئت مصابيحها في جنح الليل، فهو لا يرى الطريق أمامه ولكنه يأمل بأن يحالفه الحظ ويصل إلى مبتغاه. إن قراءة هذا الكتاب بمثابة إشعال مصابيح السيارة قبل تحريكها، وكما أن إشعال مصابيح السيارة لا يقي من جميع مخاطر الطريق، فإن قراءة الكتاب لا تعني الربح الأكيد ولا تجنب أي خسارة محتملة. ولن يجد القارئ في أي مكان في الكتاب أي وعود بربح سريع ولا ادعاء بطرق مضمونة للكسب والثراء، ومن أراد ذلك فسيجده في كتب المنجمين والزائفين. إن كل ما يمكن أن يقدّم في هذا المجال هما العلم والمعرفة والإقرار بحتمية المخاطرة في عالم الاستثمار، وضرورة الإدارة السليمة لرأس المال. وما السنوات الأخيرة في الأسواق المحلية والدولية وما نتج عنها من هبوط ثم ارتفاع حاد في الأسهم إلا دليل على أن المخاطرة جزء لا يتجزأ من الاستثمار، وإن القبول بالمخاطرة وإدراك جوانبها العديدة والتعامل معها لهو أفضل سلاح في يد المستثمر.

يأتي هذا الكتاب نتيجة سنوات طويلة من الخبرة، تزيد عن خمس عشرة عاماً من الاستثمار النشط في الأسواق المالية، خصوصاً الأسواق الأمريكية ومؤخراً السوق السعودي. ولقد قمت بإدخال النص وعمل الصف والإخراج بنفسي للتأكد من خروجه كما ينبغي. وهذا الكتاب هو بمثابة دعوة لخلق عقول نيرة في كل مستثمر عربي، فهو يتحدث عن الاستثمار والتجارة والاقتصاد وإدارة الأعمال، وهو يغطي مواضيع متعددة عن أسواق الأسهم وطريقة عملها، وأسس التحليلين الأساسي والفني، وطرق عمل الصناديق الاستثمارية بجميع أشكالها بما في ذلك الصناديق الدولية، وصناديق التحوط. ويتطرق إلى ما هو متاح من طرق الاستثمار الإسلامية، ومفهوم الاستثمار في أسهم المؤشرات والأسهم القابضة، والسلع الآجلة وكيفية تداول العملات الدولية، وطبيعة الاستثمار في السندات وعقود الخيار. ويتطرق كذلك إلى تداول الأسهم عن طريق الإنترنت، علاوة على شرح مفصل لأهم المواقع الاستثمارية على الإنترنت، ودليل مختصر لأهم تلك المواقع، وباب إضافي عن الأسهم السعودية وطريقة عملها. ويحتوي الكتاب على معجم يُعنى بالمصطلحات الاستثمارية الإنجليزية، إلى جانب عدد من النصائح للمستثمر المبتدئ وفقرات عديدة لحقائق وأرقام شيقة، عوضاً عن الكثير من الفقرات التنبيهية والمعلومات العامة. ومن تلك المواضيع الهامة يتطرق الكتاب لما يلي:

- التخطيط المالي والميزانية الشخصية – Financial planning and budgeting
- العائد على الاستثمار والقيمة الزمنية للمال – ROI, Present Value of money
- اكتتاب الأسهم ووسطاء السوق – IPO, Brokers, Secondary offering
- التداول اليومي و جداول الأسعار - Level II Quotes, Extended Hours Trading
- أوامر التداول المتقدمة - Sell short, Buy stop, Sell Stop, Buy to cover
- فرضية كفاءة السوق - Efficient Market Hypothesis
- النسب والمركّبات المالية مثل – P/E, P/S, PEG, ROI, Book Value, Profit margin
- المؤشرات والدلائل المالية والاقتصادية – CPI, PPI, GDP, Short interest, Leading indicators, Discount Rate, Fed Funds Rate, Margin Rate
- قراءة الرسوم البيانية مثل -Head and shoulders, Support-Resistance, Gaps
- المقاييس الفنية – Moving average, Bollinger bands, ARMS, RSI, Elliot Wave, MACD
- فتح الحساب عن طريق الإنترنت، وأهم المواقع - Yahoo!, Zacks, Margin, Options, Cash accounts
- الصناديق الاستثمارية - Open-end, Closed-end funds, No load funds, NAV
- أدوات مالية حديثة، وأسهم مؤشرات، وصناديق عقارية - Index funds, Index shares, Holders, ADRs, REIT
- عقود الخيار – Calls, Puts, Spreads, Strangles, Covered and Naked options
- السندات - Yield to Maturity, Coupon rate, Yield curve, Treasury bills
- السلع الآجلة والعينية – Futures, Commodities, Hedging, Speculations, Spot markets, Currencies, Futures options, Interest Rates
- كيفية الاستثمار في أسهم التكنولوجيا المتقدمة وأسهم التكنولوجيا الحيوية، وصناديق التحوط.
- مواضيع أخرى مثل الإفلاس والفقاعات المالية والاحتيال.
- الأسهم السعودية، أنظمتها، وآلياتها والتحليلين الفني والأساسي.

مختصر لمحتويات الكتاب

تم تقسيم الكتاب إلى ستة أبواب وتسع عشرة فصلاً، نقوم بإيجازها فيما يلي:

الباب الأول: الاستثمار والاستقلال المالي

يحتوي هذا الباب على ثلاثة فصول، يتحدث الأول عن الاستثمار في الأسهم، فوائده ومخاطره، كما يحتوي على بعض النصائح للمستثمر ومخاطر الاستثمار عبر الإنترنت. وفي الفصل الثاني يجد القارئ بعض المفاهيم الخاصة بالتخطيط المالي من فكرته الرئيسية ومبادئه إلى طرق تكوين الثروة عن طريق التخطيط السليم لمستقبل الفرد المالي. أما الفصل الثالث فيتحدث عن كيفية حساب الأداء الاستثماري للمستثمر باستخدام بعض المعادلات الحسابية البسيطة، ولا تعتمد الفصول اللاحقة عليه، ولكن من الأفضل الاطلاع عليه ومعرفة أبرز المفاهيم المعروضة فيه.

الباب الثاني: أسواق المال ووسطاء السوق

يحتوي الباب الثاني على أربعة فصول، أولها الفصل الرابع الذي يتحدث عن أسواق تداول الأسهم، وأهمها سوقا نيويورك و[نازداك] وطريقة عملهما. وهنا يجد القارئ شرحاً لمفهوم العرض والطلب والطريقة التي يتم تنفيذ أوامر البيع والشراء فيها، وبعض الأنظمة الجديدة التي جاءت في صف المستثمر، كنظام إظهار الأسعار والتغيير إلى الكسور العشرية في عرض الأسعار. تم تخصيص فصل كامل في هذا الباب لعملية طرح الأسهم، حيث تم التطرق إلى دوافع الطرح الأولي ومراحل عملية الطرح من وقت نشوء الفكرة إلى مرحلة التفاوض مع بنوك الاستثمار ونزول الأسهم إلى السوق، إضافة إلى بعض المعلومات عن كيفية الاستفادة من الطرح الأولي. وفي الفصل السادس هناك شرح مفصل لطبيعة عمل الوسيط المالي الذي عن طريقه يتم البيع والشراء، والذي يقدم درجات مختلفة من الخدمة تناسب احتياجات مختلف المستثمرين. كما أن هناك شرحاً لأنواع الحسابات لدى الوسيط كالحساب النقدي وحساب الهامش (الدّين)، وحساب البيع المسبق وحساب التداول اليومي. ويجد القارئ في الفصل السابع شرحاً لأوامر البيع والشراء مع أمثلة كثيرة تبين الطرق الصحيحة لإدخال الأوامر وتجنب الأخطاء المكلفة.

الباب الثالث: تحليل الأسهم

هناك خمسة فصول في الباب الثالث يستهلها الفصل الثامن بالإجابة عن مدى الجدوى من تحليل الأسهم وبعض المفاهيم الرئيسية في هذا الشأن، كالفرق بين الطريقتين الرئيسيتين لتحليل الأسهم، ومفهوم فرضية كفاءة السوق. ومن أهم فصول الكتاب هناك الفصل التاسع الذي يشرح طرق التحليل الأساسي للأسهم ويتوسع في شرح أهم ثلاث قوائم مالية مع أمثلة حقيقية لها، ويختتم الفصل بشرح عام لطرق تثمين الأسهم التي عن طريقها يستطيع الشخص تقدير القيمة الحقيقية للسهم. ويجد القارئ في الفصل العاشر شرحاً لأبرز المؤشرات المالية للأداء (كالنسب والمركبات والمكررات المالية) والتي تستخدم لمقارنة جودة شركة بأخرى، بما في ذلك المؤشرات الحديثة

كمؤشر PEG. ويواصل الفصل الحادي عشر شرح التحليل الأساسي لينتقل إلى متابعة المؤشرات المالية والاقتصادية عن طريق الدلائل السبّاقة والتي تستخدم في محاولة التنبؤ بالوضع المستقبلي للأسهم، إلى جانب دراسة عدد من أبرز مؤشرات السوق. ولأن هناك الكثير ممن يتبع التحليل الفني في تداول الأسهم، فقد خصصنا الفصل الثاني عشر لشرح أبرز المفاهيم الخاصة بالتحليل الفني للأسهم، والتي تشمل قراءة الرسوم البيانية لتحركات الأسهم، كنماذج الرأس والكتفين وخطوط الدعم والمقاومة، والشموع اليابانية، إلى جانب شرح أهم المقاييس الفنية وطريقة حسابها.

الباب الرابع: التداول عبر الإنترنت

ينقسم الباب الرابع إلى فصلين يختصان بالاستثمار عن طريق الإنترنت، ابتداء بالفصل الثالث عشر للتعريف بأهم محتويات الإنترنت المالية ووصف محتويات أهم المواقع المالية فيها. وتم اختيار موقع [ياهو] الشهير نظراً لكثرة الخدمات المقدمة من خلاله بشكل مجاني وجودة ما فيه من معلومات. وهناك شرح مفصل لخدمات التنقيب عن الأسهم وفوائد التداول في الساعات الإضافية ومخاطره، ومواقع الوسطاء وكيفية فتح الحساب وإدخال الأوامر. ولمزيد من المواقع الجيدة هناك دليل المواقع الاستثمارية على الإنترنت (الفصل الرابع عشر) الذي يحتوي على نخبة من أبرز المواقع التي تمت تجربتها ويُنصح بزيارتها.

الباب الخامس: الاستثمار بأكثر من طريقة

تم تخصيص خمسة فصول في هذا الباب لإعطاء القارئ نبذة عن طرق الاستثمار الأخرى التي تمارس من قبل الكثير من المستثمرين لتوسيع دائرة الاستثمار لديهم ولتنويع طرق الاستثمار التي يقومون بها. ففي الفصل الخامس عشر، هناك استعراض لواحدة من أهم الطرق الاستثمارية وهي صناديق الاستثمار وما استجد فيها من تطورات ومن طرق منافسة، كأسهم المؤشرات والأسهم القابضة. وهناك طرق الاستثمار الإسلامي وطرق الاستثمار في الأسهم الدولية، وكيفية الاستثمار في العقار الأمريكي. ولمن يود إضافة نوع من المخاطرة لمحفظته المالية هناك الفصل السادس عشر الذي يشرح عقود الخيار كطريقة لحماية رأس المال من جهة والمخاطرة بمبلغ قليل من أجل الحصول على عائد كبير، من جهة أخرى. وفي الفصل السابع عشر هناك السندات التي تستخدم من قبل كبار المستثمرين، ومن خلالها يستطيع المستثمر استيعاب ما يدور في الأسواق المالية بشكل يومي، بما في ذلك تأثير السندات على الأسهم. ويجد القارئ في الفصل الثامن عشر شرحاً لكيفية الاستثمار في الأسواق الآجلة وأصناف ما يتم تداوله فيها من عقود بما في ذلك طرق حماية رأس المال والمضاربة في العقود المختلفة. ختاماً يقدم الفصل التاسع عشر (متفرقات) العديد من الموضوعات المتفرقة والأرقام والإحصائيات الهامة، ويتحدث عن سقوط شركة إنرون وسقوط بنك

بيرنجز وإفلاس الشركات والجدوى من رفع القضايا القانونية على الشركات، وكيفية الاستثمار في أسهم التكنولوجيا المتقدمة والتكنولوجيا الحيوية، وعن طبيعة صناديق التحوط.

الباب السادس: الأسهم السعودية

في هذا الباب يجد القارئ بعض المعلومات الهامة عن نشأة السوق السعودي واختلافه عن السوق الأمريكي، والأطراف المعنية فيه، إلى جانب طرق الحصول على التسهيلات وكيفية الاكتتاب، وأهم أسس التحليلين الأساسي والفني المتبعة فيه، مع استعراض لبعض القوائم المالية لإحدى الشركات السعودية.

جمهور الكتاب

إن الجمهور المستهدف لهذا الكتاب هم الفئات التالية:

- **عامة الناس ممن يود الاطلاع على عالم الاستثمار وكيفية عمل الأسواق المالية.**
- **المستثمرون المبتدئون والمتقدمون من متحدثي اللغة العربية الذين يبحثون عن شرح كامل للمفاهيم المالية والاستثمارية التي يواجهونها من خلال تعاملهم في الأسواق المالية.**
- **عامة المستثمرين والمضاربين في الأسواق الخليجية والعالمية نظراً لتغطية الكتاب لجوانب عديدة تقع في دائرة اهتمام المستثمر والمضارب على حد سواء، وتنطبق على أي سوق مالي.**
- **الطلبة الذين يدرسون التجارة وإدارة الأعمال في الجامعات والمعاهد المتخصصة، وذلك لما يحتويه الكتاب من شرح مبسط للعديد من المفاهيم التي تدرّس عادة للطلبة.**

الاستفادة من الكتاب

يُستخدم الكتاب بعد قراءته كمرجع عام للاستثمار والأسواق المالية، يستطيع من خلاله القارئ مراجعة المفاهيم العامة للاستثمار، ويتأكد من الفهم الصحيح لأوامر البيع والشراء والأسس التي تعمل بها أسواق المال، وسبل الاستثمار المتعددة، وما إلى ذلك. وبالرجوع إلى الرسوم البيانية العديدة والجداول المختلفة يمكن الحصول على حقائق وأرقام كثيرة بيسر وسهولة.

ومن خلال دليل المواقع يستطيع القارئ الحصول على عنوان الموقع المعني بموضوع ما على شكل رابط http، لاستخدامه من على متصفح الإنترنت. وهناك قسم المصطلحات الذي عن طريقه يمكن معرفة معنى المصطلحات الإنجليزية المعنية بالأسهم والاستثمار. فإذا صادفت المستثمر كلمة

إنجليزية معينة من خلال متابعته للأسواق المالية فقد يجد معناها من ضمن المصطلحات الواقعة في الصفحات ٥٦١-٥٨٦. كذلك يستطيع القارئ الرجوع إلى الفهرس (Index) لمعرفة مكان وقوع كلمة معينة أو عبارة طارئة. على سبيل المثال، لاستخدام الفهرس توجه إلى نهاية الكتاب (صفحة ٥٩١) وابحث عن الكلمة الإنجليزية المطلوبة حسب الأبجدية الإنجليزية، وسوف تجد رقم الصفحات التي تم ذكر الكلمة فيها.

ويمكن زيارة موقع الكتاب fahadbiz.com لاستعراض بعض المحتويات مثل مواقع الإنترنت والمصطلحات وغيرها بشكل إلكتروني.

الترجمة واللغة

سوف يلاحظ القارئ التصرف الكبير في ترجمة المصطلحات الإنجليزية حيث كان المنطلق الذي تم اتخاذه عند الكتابة ألاّ تترجم الكلمات حرفياً، حتى وإن كان هناك مقابل صحيح من حيث الترجمة الحرفية، بل تم دوماً تفضيل انتقاء الكلمة المناسبة التي تُعين في سهولة فهم المعنى المقصود بالكلمة الإنجليزية. على سبيل المثال تم اعتماد عبارة "البيع المُسبق" كترجمة للعبارة الإنجليزية short selling، بالرغم من أن الترجمة المباشرة تقود إلى عبارة "البيع القصير"، والتي لا تعين القارئ في فهم المقصود من الاصطلاح. كما أن بعض العرف اللغوي يدعو لاستخدام كلمة "رئيس" بدلاً من "رئيسي"، و"رئيسة" بدلاً من "رئيسية"، وكلمة "بوساطة"، بدلاً من "بواسطة"، إلا أنه تم تفضيل استخدام الكلمات "رئيسي" و"رئيسية" و "بواسطة" نظراً لشيوعها بهذا الشكل، والأخذ بالمقولة اللغوية خطأ شائع خير من صواب مهجور.

كذلك تم تفضيل استخدام كلمة "بليون" بدلاً من مليار أو ألف مليون، واستخدام الفاصلة في القيم المكونة من أربعة أرقام أو أكثر لتوضيح الملايين والآلاف. على سبيل المثال، يُقرأ الرقم (١٢,٥٠٠ دولار): اثنا عشر ألفاً وخمسمائة دولار، والرقم (٢٣٥,٥٤٣ مليون دولار) يُقرأ: مائتان وخمس وثلاثون ألف مليون وخمسمائة وثلاثة وأربعون مليون دولار (أي ٢٣٥ بليون دولار و ٥٤٣ مليون دولار). أما إذا جاءت الفاصلة قبل آخر رقمين إلى اليمين فهي تشير إلى السنتات أو الهللات. على سبيل المثال: الرقم (١٢,٥٠٠,٢٥ دولار): اثنا عشر ألفاً وخمسمائة دولار و ٢٥ سنتاً. وإذا جاءت الفاصلة قبل آخر رقم إلى اليمين فهي تشير إلى ربع الشيء أو نصفه وهكذا: مثال ذلك ٢٣٤,٥ قطعة، وتعني ٢٣٤ قطعة ونصف القطعة.

وأخيراً، سيلاحظ القارئ استخدام نون الجماعة في أماكن كثيرة، على سبيل المثال في الكلمات "سنقوم" و"نجد" و "لا ننسى"، ويفهم من ذلك أن المقصود بالجماعة هم المؤلف والقراء الكرام.

المراجع والمصادر

لم يُكتب الكتاب بطريقة المراجع العلمية التي تشير إلى مصدر كل معلومة داخل النص، نظراً لأن معظم المعلومات المذكورة والطرق والأساليب المتبعة متعارف عليها في مجال الاستثمار والتحليل، وموجودة في عدد كبير من المصادر، فمن الصعب نسبتها إلى شخص معين أو كتاب معين، عدا بعض المفاهيم الهامة أو المشهورة والتي لا بد من ذكر المصدر أو الشخص فيها بوضوح. وهناك معلومات وبيانات تم الحصول عليها من خلال الإنترنت، وفي هذه الحالة يُذكر المصدر تحت الشكل أو الجدول. وتوجد في نهاية الكتاب قائمة بمعظم المراجع التي استفدت منها بشكل أو آخر في كتابة هذا الكتاب، مع وضع خط تحت أهم الكتب، أو تلك الكتب التي أنصح بقراءتها.

التوافق مع تعليمات الشريعة الإسلامية

إن كتاباً معنياً بتغطية علم الاستثمار وما فيه من أدوات استثمارية عديدة، لا بد أن يتطرق إلى أدوات استثمارية كثيرة وأساليب مختلفة، بعضها مطابق لتعاليم الشريعة السمحاء ويتماشى معها، والبعض الآخر معروف بعدم شرعيته، كالسندات التقليدية مثلاً. لكن ذلك لا يعني بالضرورة عدم دراسة هذه الوسائل والابتعاد عنها تماماً. بل على العكس من ذلك، إن على الباحث المسلم دراسة وتحليل جميع هذه الطرق الاستثمارية ومعرفة جوانبها الفنية لكي يتمكن من استيعاب الدور الذي تقوم به وما تحتويه من إيجابيات وسلبيات، ومن ثم قد يقوم بتعديلها وتطويرها بالشكل الذي يتواءم مع متطلبات الشريعة الإسلامية، أو لربما يكتشف من خلال ذلك عدم وجود ما يمنع التعامل بها.

أساتذة الجامعات والطلبة

بالإمكان الحصول على المادة العلمية المصاحبة لهذا الكتاب عن طريق المؤلف مباشرة، والتي تحتوي على ملخص لكل فصل من فصول الكتاب مع أسئلة وأجوبة وشرائح عرض للاستخدام في المحاضرات الجامعية. وهذه المادة فقط متوفرة لأساتذة الجامعة الذين يعتمدون الكتاب كمرجع رئيسي أو كمادة رئيسية في صفوفهم.

أما بالنسبة للطلبة، فيمكنهم زيارة موقع الكتاب fahadbiz.com للاطلاع على أي معلومات إضافية والاطلاع على أي تحديث قد يطرأ على ما جاء هنا من معلومات.

شكر وتقدير

أتقدم بالشكر والعرفان لكل من ساهم في مراجعة عملي هذا، بدءاً بالمسوّدات الأولية للكتاب إلى النسخة النهائية من الطبعة الأولى، وكذلك من قام بمراجعة الطبعة الجديدة من الكتاب وأقدر جميع الآراء التي وردتني من الزملاء والأصدقاء، والتي كان لها أثر كبير على جودة محتويات الكتاب من جهة، ومن جهة أخرى لما كان لها من دعم معنوي لي وحثي على الاستمرار في الكتابة إلى أن أعانني الله سبحانه وتعالى على إنهائه. وأخص بالشكر جميع المختصين وأساتذة الجامعات الذين قاموا بمراجعة الكتاب وتزويدي بمقترحاتهم وآرائهم، ولا أنسى أن أشكر الأسماء الرمزية في منتديات الإنترنت العربية والإنجليزية الذين استفدت من آرائهم ومناقشاتهم، كما أشكر أخيراً كل من ساهم في التصحيح اللغوي وفي تصميم الغلاف والخطوط. وغني عن القول أني المسئول الأول والأخير عن أي نقص أو تقصير فيما ورد هنا، وأرحب بجميع الآراء عن طريق البريد العادي أو الإلكتروني.

وأخيراً أتقدم بالشكر لابنتيّ سوسن والهنوف وابنيّ عبدالله وفيصل على تفهمهم لما قمت به من عمل وتحملهم العظيم بالرغم من كثرة ساعات العمل وقلة ساعات التواصل الاجتماعي والأسري. وأتقدم بفائق الشكر لزوجتي العزيزة التي تكبدت عناء البحث والكتابة مثلما تكبدت وعانيت، وكان لدعمها المعنوي بالغ الأثر في مؤازرتي طوال هذه الرحلة الشاقة.

للاطلاع على بعض المعلومات عن الكتاب ومعلومات أخرى مفيدة ومحدثة، تفضل بزيارة الموقع الموضح عنوانه أدناه.



المؤلف

Dr_fahad_Book@yahoo.com

المحتويات

فهرس الجداول

فهرس الأشكال

مقدمة

كثر في السنوات الأخيرة الاتجاه للاستثمار في الأسهم كأحد الوسائل لتنمية رأس المال، وبدأ المستثمرون يطرقون أبواب الاستثمار المختلفة بحثاً عن العائد المناسب. وبالرغم من أن البعض يقصر استثماراته على الأسواق المحلية[١]، إلا أن هناك الكثير ممن بدأ يكتشف الفرص الاستثمارية المتميزة لأسواق الأسهم الإقليمية والعالمية، وبالذات الأمريكية منها والتي تعتبر من أكبر أسواق المال في العالم، حيث يبلغ عدد الشركات المسجلة في سوق نيويورك وحده أكثر من ثلاثة آلاف وخمسمائة شركة، بمعدل تداول يومي للأسهم وصل في عام ٢٠٠٤م إلى حوالي واحد ونصف بليون سهم، وقيمة إجمالية للأسهم المتداولة تجاوزت ٤٦ بليون دولار يومياً، بقيمة سوقية إجمالية تتجاوز ٢٠ تريليون دولار. وهناك سوق [نازداك] الشهير الذي يضم من خلال نظام تداوله الإلكتروني أكثر من ٣٠٠٠ شركة بقيمة سوقية تزيد عن ٤ تريليون دولار. وهذا العدد الكبير من الشركات يمنح المستثمر فرصة الاستثمار في أي قطاع أو مجال معين يقع في دائرة اهتمامه. فإن كان المستثمر ملماً بتقنية المعدات الطبية الخاصة بالأشعة السينية فهو بلا شك سوف يجد عدداً من الشركات المصنّعة لمعدات هذه التقنية. وإن كان المستثمر يرى أن مجال صناعة الأحذية الرياضية من المجالات التي سوف تحقق نمواً عالياً في السنوات القادمة فسوف يجد العديد من هذه الشركات المناسبة للاستثمار. كذلك نجد أن تعدد الشركات في الأسواق الأمريكية وكثرة المستثمرين يضفي على السوق كفاءة عالية وسهولة في الدخول والخروج منه بيسر وسهولة.

إلا أن هناك بعض العوائق التي تحد من قدرة المستثمر العربي على الاستفادة بشكل جيد مما هو متاح في الأسواق العالمية. أهم هذه العوائق عامل اللغة، حيث لا توجد مصادر عربية جيدة للمعلومات المالية اللازمة لاتخاذ القرار الاستثماري السليم في الوقت المناسب. علاوة على ذلك، هنالك مشكلة عدم الفهم السليم لطبيعة الأسواق المالية وكيفية عملها، بل وعدم الفهم الصحيح لطبيعة عمل الشركات وكيفية تحليل أوضاعها المالية، ناهيك عن النظريات الاستثمارية والمفاهيم المالية الخاصة بالأسهم ووسائل الاستثمار الأخرى، والتي تعتبر بلا شك من ضروريات الاستثمار السليم. وحتى على الصعيد المحلي، فالمستثمر بحاجة إلى مراجع علمية سهلة ومبسطة تعينه في فهم أحداث الأمور واتخاذ القرار المناسب.

1 يجد القارئ في الباب السادس (صفحة ٤٥٧) شرحاً مفصلاً عن سوق الأسهم السعودي وطريقة عمله.

مفهوم الاستثمار

يخطئ من يعتقد أن الاستثمار في الأسهم يمكن أن يتم بصورة عشوائية دون قواعد متفق عليها، وأن كل ما يحتاجه الشخص مجرد شراء الأسهم وبيعها بين الحين والآخر، على أمل أن تصعد الأسعار بعد وقت الشراء وتبقى كذلك إلى أن يحين موعد بيعها. ويخطئ من يعتقد أنه قادر على تحقيق عائد كبير خلال فترة قصيرة، ربما لاعتقاده بأنه طالما استطاع في مرة أو مرتين، وبطريقة عشوائية، تحقيق ربح معين في شركة معينة، فلا بد أن يستطيع تحقيق عوائد مشابهة في المستقبل. وكما سوف نرى من خلال الفصول القادمة فهناك أساليب علمية وخبرات عملية تحكم عمل الأسواق المالية، وإن اكتشاف الشركات الناجحة من الفاشلة لا يتم بالنظر إلى أسعار الأسهم فقط دون تحليلها بشكل سليم. كما أن مجرد إقبال عدد كبير من المستثمرين على أسهم إحدى الشركات، لا يعني بالضرورة جودة تلك الشركة والمسارعة في الاستثمار بها لأن أسباب تملك الشركات ودوافعه تختلف من شخص لآخر.

قليل من الناس يؤمن بعشوائية السوق، حسب مفهوم العشوائية كـ Random walk، والتي تقول بأن الأسعار تتصرف بعشوائية تامة لا يمكن الاستفادة منها أو تحليلها على الإطلاق (راجع شرح مفهوم كفاءة السوق، الصفحة ١٣٨). بل أثبتت التجارب والدراسات المتعددة بأن الأسعار ليست عشوائية، بل إن هناك ثغرات كثيرة يمكن الاستفادة منها، وهناك أخطاء كثيرة يمكن تجنبها، وهذا ما سوف نكتشفه إن شاء الله من خلال هذا الكتاب.

ينقسم المستثمرون في الأسهم إلى من يستثمر على المدى الطويل ومن يستثمر على المدى القصير. والمدة الزمنية في هذه التقسيمات نسبية إلى حد كبير، إلا أن المقصود بالمدى الطويل غالباَ هو الاستثمار لعدة سنوات، عادة لا تقل عن ثلاث إلى خمس سنوات، وتمتد إلى عشرات السنين. وهذا النوع من الاستثمار، متى تم بالشكل الصحيح، فإنه يؤدي إلى تحقيق أفضل النتائج. ويخطئ من يعتقد أنه يستطيع تحقيق أفضل من ذلك بالمضاربة العمياء والاستثمار غير المدروس على المدى القصير، والذي يقصد به غالباً عدة أشهر بالكثير. فالمضارب على المدى القصير يحتاج إلى توافر المهارات اللازمة لديه والوقت الكافي للمتابعة إن كان عليه أن يحقق ربحاً كبيراً ويتجنب الخسارة.

ويؤكد هذا الكتاب، الذي يتناول بشكل كبير الاستثمار في الأسهم، على أربع قواعد رئيسية على المستثمر إتباعها:

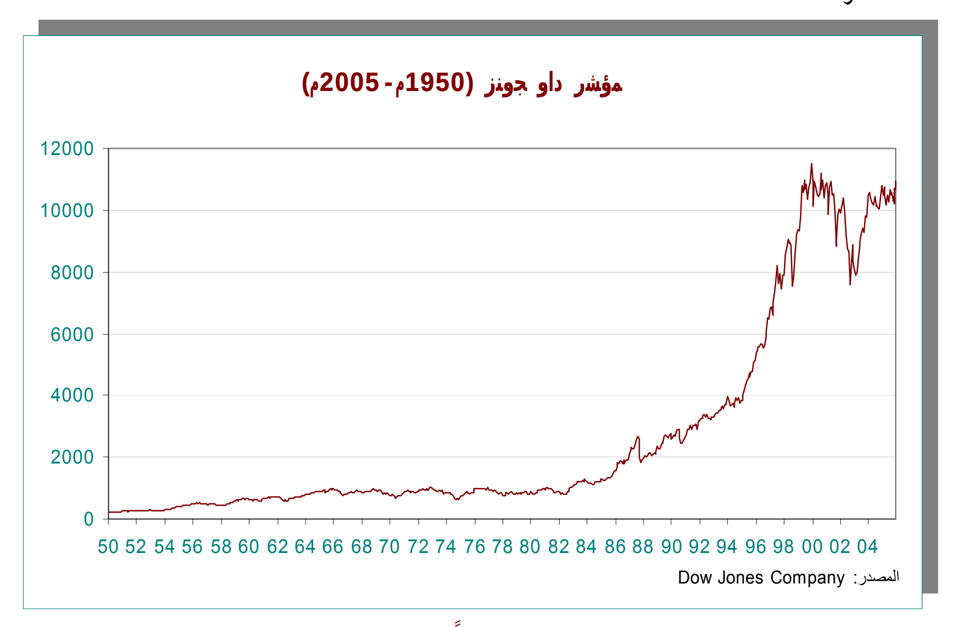
١. **الفهم الصحيح لطبيعة الاستثمار في الأسواق المالية والاطلاع على المفاهيم الاستثمارية المختلفة.**

٢. **القدرة على قراءة أداء الشركات من خلال ما يتوفر من بيانات ومعلومات مالية.**

٣. إدراك أن الاستثمار الآمن هو ذلك الذي يتم على المدى الطويل، حيث إنه معروف بما لا يدع مجالاً للشك أن الاستثمار طويل الأجل في الأسهم يحقق عوائد مالية أكبر من أي وسيلة أخرى.

٤. لمن لديه الوقت والقدرة على تحمل بعض من المخاطرة هناك أساليب عديدة ووسائل استثمار مختلفة (سوف نتطرق لها لاحقاً) تمكّن الشخص من تحقيق عوائد جيدة على الآجال القصيرة.

ومن الأدلة على أن الاستثمار في الأسهم يحقق عوائد عالية على مدى سنوات طويلة ما نراه في نمو مؤشر [داو جونز] في الشكل أدناه، والذي يعكس أداء الشركات الأمريكية خلال الخمسة وخمسين عاماً الماضية. إن هذا النمو الكبير في قيمة أسهم الشركات الأمريكية لا يضاهيه أي استثمار آخر، سواءً في العقار أو في الذهب أو عن طريق الإيداع في البنوك أو غيرها من وسائل الاستثمار.



ارتفاع الأسهم الأمريكية خلال خمسة وخمسين عاماً كما رصدها مؤشر [داو جونز].

دروس مستفادة

لقد كان عام ٢٠٠٠م من الأعوام التي نبّهت المستثمر إلى ضرورة الفهم الصحيح لمعنى الاستثمار وكيفية تجنب الأخطاء القاتلة، فقد مر على أسواق الأسهم عدة سنوات في التسعينات كان الاستثمار فيها يبدو سهلاً للغاية. وقد تزامنت تلك الفترة مع ظهور الإنترنت كوسيلة لتداول الأسهم وكمجال

جديد للاستثمار، حيث نشأت شركات جديدة تتخذ من الإنترنت مكاناً للكسب والتوسع في نشاطاتها. إلا أن الكثير من المستثمرين الجدد والمضاربين لم يأبهوا بمعنى الاستثمار وكيفية التفريق بين الشركات الناجحة والفاشلة، فكان لا بد للأسهم أن ترتفع نتيجة ذلك السيل العارم من المال الذي ضُخ في الأسواق. وصدقت بذلك نظرية الأحمق الأكبر (Greater Fool Theory)، والتي تقول بأن هناك دوماً شخصاً أكثر حماقة من الشخص الذي يشتري السهم في المرة الأولى، ألا وهو الشخص الذي يشتريه في المرة الثانية! أي حتى وإن كان الشخص الأول أحمقاً فإن هناك شخصاً آخر أكثر حماقة لديه الاستعداد لشراء السهم متى ما أراد الأحمق الأول بيعه، وهكذا من أحمق لآخر إلى أن ترتفع الأسعار. وعلى الرغم من تحقيق البعض أرباحاً كبيرة خلال فورة الأسهم الطائشة في نهاية التسعينات، إلا أنه من الصعب جداً الاعتماد على هذه الطريقة في الاستثمار لسنوات طويلة، بل لا بد من انتقاء الشركات بطريقة سليمة أو الاعتماد على طرق المضاربة المدروسة لمعرفة الوقت المناسب للدخول والخروج.

تبعاً لذلك واصلت الأسهم هبوطها الجنوني ابتداء من أبريل عام ٢٠٠٠م إلى أن وصلت إلى أقل مستوياتها في أعقاب حادثة ١١ سبتمبر، ومن ثم عاودت الصعود في السنوات اللاحقة ولكنها لم تستعد عافيتها بشكل كامل إلى الآن، خصوصاً بالنسبة للشركات الناشئة ذات المخاطرة العالية. ولكن بالنظر إلى مؤشر [داو جونز] نجد أنه لم يتأثر كثيراً وعاد إلى قرب مستوياته السابقة، لأنه مكون من شركات قوية لم تتأثر كثيراً من الانهيار الذي حدث. وسوف نكتشف لاحقاً أنه متى ما كان لدى الشخص الاستعداد لانتظار قد يدوم بضع سنوات فإن هناك طرقاً كثيرة للاستثمار والمضاربة تمكّن الشخص من الاستفادة من تلك التقلبات بحد ذاتها، وسنرى إن الاستثمار طويل الأجل لا يتأثر بهذه التغيرات، ولا يعيرها أدنى اهتمام.

أما على النطاق المحلي فقد شهدت معظم الدول العربية نمواً حاداً في أسعار الأسهم منذ عام ٢٠٠٢م، وبالذات في أوائل عام ٢٠٠٣م، حيث ارتفعت بعض الأسهم خلال سنوات قليلة عدة أضعاف قيمتها. وبالنسبة للمؤشرات الرئيسية للدول العربية فمعظمها حقق نمواً تجاوز أربعة أضعاف قيمته في أقل من ثلاث سنوات. ومثل هذه الفرص يبحث عنها متابعو الاتجاه أو Trend Followers، وهم الأشخاص الذين يركبون موجة الصعود حين يروها ويبقون فيها حتى تبدأ بالانعكاس، ومن ثم يبحثون عن سوق آخر بدأت تظهر فيه بوادر اتجاه صاعد ليلحقوا به ويستفيدوا مما فيه من مكاسب.

هناك حقيقة يجب الانتباه إليها، وهي أن هبوط الأسعار والخسائر الناتجة عنه لا تعني بالضرورة ضياع جميع الأموال وتبخرها من الوجود، بل إن الذي يتم في كثير من الأحيان هو مجرد انتقال المال من أناس لآخرين، وهذه نقطة مهمة على القارئ إدراكها. فإذا تناقصت قيمة الأسهم في عام بمقدار ٢ تريليون دولار، فإن جزءاً كبيراً من الأموال قد انتقل من ثروات مجموعة من الناس إلى

ثروات مجموعة أخرى، ويمكننا القول أن هناك من ربح كثيراً في ذلك العام! وهذا يصح بشكل كبير وبصورة خاصة في الأسواق التي لديها طريقة البيع المُسبق (أو البيع شورت، راجع الصفحة ١٠١ لشرح هذه الطريقة) حيث يقوم المحترفون بالبيع أولاً والشراء لاحقاً عندما تهبط الأسعار، ويحققون جراء ذلك أرباحاً كبيرة[٢].

يجب التفريق بين القيمة السوقية للأسهم من جهة ومقدار الأموال التي تم ضخها في السوق من جهة أخرى. فعندما تكون قيمة الأسهم في السوق ٢٠ تريليون دولاراً، فلا يعني ذلك أن هناك ٢٠ تريليون دولاراً في حسابات المستثمرين، بل الصحيح أن نقول أن تقييم المستثمرين للأسهم حالياً يساوي ٢٠ تريليون دولاراً، بالرغم من أن الأموال الحقيقية في حسابات المستثمرين قد لا تصل إلى ربع هذا المبلغ.

الإنترنت

من أهم دوافع تأليف هذا الكتاب توفر الإنترنت كوسيلة لتداول الأسهم من المنزل أو العمل، وبالذات تداول الأسهم الأمريكية من خارج الولايات المتحدة بيسر وسهولة، وبدون توفر هذه الوسيلة المعلوماتية الهامة، لن يستطيع المستثمر العربي الاستفادة من الاستثمار في الأسهم الدولية والمحلية بالشكل العملي المطلوب. إن كل ما يحتاجه المستثمر هو فتح حساب لدى أحد وسطاء الأسهم، ومن ثم تداول الأسهم بطريقة إلكترونية من أي مكان في العالم العربي، لذا فهو بحاجة لمعرفة كيفية الاستخدام الأمثل للإنترنت لتحقيق أهدافه الاستثمارية بشكل فعال.

عند انطلاق الإنترنت بشكل تجاري كوسيلة اتصال معلوماتية في أوائل التسعينات الميلادية، ظهر هناك عدد من الوسطاء، أو السماسرة، الإلكترونيون المختصون بتداول الأسهم عن طريق الإنترنت. وعندها استطاع الوسطاء القيام بعمليات البيع والشراء بتكلفة متدنية، مقارنة بالطرق التقليدية التي تتم عن طريق الهاتف أو التخاطب الشخصي بين السمسار والمستثمر. وبسرعة أصبح هؤلاء الوسطاء الجدد يهددون عمالقة الأسواق المالية من الوسطاء المعروفين، الأمر الذي حدا بجميع الوسطاء لفتح مواقع لهم على الإنترنت.

علاوة على التكلفة المتدنية للبيع والشراء عن طريق الإنترنت، فإن الإنترنت تجعل عملية البيع والشراء سهلة جداً وبدون الحاجة إلى التخاطب بصورة شخصية مع الوسيط، الأمر الذي عادة يشكو منه المستثمر عند الاتصال هاتفياً أو الحضور شخصياً إلى مقر الوسيط، ناهيك عن التكلفة

[2] بالطبع هناك حالات تتبخر فعلاً فيها قيمة السهم، وتحدث عندما يرتفع سعر السهم إلى قيمة عالية جداً ويبدأ بالهبوط دون أن يتمكن ملاكه بيع ما لديهم من أسهم، فيكون ربحهم السابق مجرد ربح ورقي ليس فعلي. وفي الوقت نفسه تعتبر خسارتهم ورقية إلى أن يقوموا بالفعل بالبيع وتلقي الخسارة الفعلية.

العالية. كذلك تحتوي الإنترنت على كم هائل من المعلومات المالية المفيدة للمستثمر والتي تقدَم بشكل مجاني في معظم الأحيان. وقد يكون أهم فوائد الإنترنت تمكينها للمستثمر الأجنبي الذي يبعد آلاف الأميال عن الولايات المتحدة الأمريكية من الدخول في الأسواق المالية الأمريكية والبيع والشراء بيسر وسهولة. بل إن المستثمر الأجنبي، في واقع الأمر، يتمتع بميزة يحسده عليها نظيره المستثمر الأمريكي وهي عدم دفع المستثمر الأجنبي لأي ضرائب نظير أرباحه المتحققة من بيع الأسهم وشرائها.

تساؤل

قد يعارض البعض الاستثمار في أسواق المال الدولية من منطلق أن في ذلك دعوة لهجرة الأموال المحلية إلى الأسواق الأجنبية بدلاً من تشجيع الاستثمار الوطني والاحتفاظ برأس المال الوطني داخل البلاد. وبالرغم من صحة هذا الاعتقاد في شكله الظاهري، إلا أن في ذلك ابتعاداً عن الواقع العملي والتاريخي الذي يشير إلى أن هناك الكثير ممن يستثمر خارجياً لأسباب عديدة، منها ضعف الأسواق المحلية مقارنة بالأسواق الدولية، ورداءة المناخ الاستثماري في معظم الأسواق المحلية في الدول النامية. كما أن في تلك المقولة نظرة قصيرة الأمد لا تخدم الاقتصاد الوطني في نهاية الأمر، حيث من المعروف أن الكثير من الدول المتقدمة، كالولايات المتحدة، لا تضع أي قيود على انتقال رأس المال من مكان لآخر تمشياً مع المفهوم الحديث للتجارة الدولية والفوائد المتوقعة منها، مما يعود في نهاية الأمر لصالح الدول النامية.

رأي

في رأي المؤلف إن قيام المواطن بالاستثمار في الأسواق الدولية من شأنه أن يحقق عدداً من النتائج الايجابية للوطن والمواطن، منها ما يلي:

1. **تنويع استثمارات الفرد تجنباً للتقلبات الاقتصادية المختلفة وبذلك يتمكن الفرد من تحقيق نمو آمن لاستثماره.**
2. **في ظل غياب المناخ الاستثماري المناسب في الأسواق المحلية فلن تتم الاستفادة المثلى من ثروة المواطن وما يدخره من أموال، وبذلك يمكننا القول بأن استثماراً خارجياً قوياً خير من ادخار داخلي ضعيف.**
3. **هناك وسائل استثمارية وطرق مالية لا تتوفر في الأسواق المحلية، مثل عقود الخيار المختلفة وأوامر البيع والشراء المتقدمة، والتي تعين المستثمر في تنمية استثماراته.**
4. **إن الثراء المتحقق من الاستثمارات الأجنبية للمواطن من عوائد وأرباح عالية ستنصب في نهاية الأمر في محركات الاقتصاد الوطني عندما يقوم المواطن بانفاق ما يحققه من ثراء في الأسواق المحلية.**

ويجب ألا ننسى أن الاستثمار في الخارج بشكل عام، يعد أفضل من الاحتفاظ بالمال داخلياً واستهلاكه في شراء المنتجات الأجنبية! فما نقوم به من استهلاك لوجبات الهامبرغر والبيبسي

والسيارات والملبوسات والآلاف المتعددة من المنتجات الأجنبية يمثل في واقع الأمر هجرة عظيمة لأموال البلاد لا رجعة فيها. بينما نجد العديد من الأمثلة المتميزة لعدد من المستثمرين العرب ممن كون ثروة هائلة في الأسواق الدولية وعاد يصرف منها في استثمارات عربية متعددة، إلى جانب صرفه لمبالغ ضخمة في النشاطات الخيرية والإنسانية في المنطقة.

وأخيراً هذا لا يعني ألا يستثمر الشخص محلياً، بل يجب على المستثمر الجاد البحث عن سبل الاستثمار المختلفة والاستفادة منها بغض النظر عن مكانها. وكما نستعرض في الباب الخاص بالأسهم السعودية، نجد أن الأسهم السعودية في السنوات الأخيرة حققت أداءً أفضل بكثير من معظم الأسواق الدولية مما يتوجب على الشخص الاستفادة منها بطريقة سليمة.

الخاتمة

من خلال هذا الكتاب سوف نتعرف على العديد من الوسائل الاستثمارية، وسوف نركز بشكل كبير على الاستثمار في أسهم الشركات وندرس مختلف المعطيات التي تحدد أسعار الأسهم، وطبيعة عملية التداول التي تحدث يومياً في سوق الأسهم، ومسببات صعود وهبوط الأسعار وغيرها من الأمور التي قد تبدو غامضة للمستثمر المبتدئ. وسوف نتطرق بشكل مفصل لمعرفة القوائم المالية للشركات، وكيفية القيام بتحليل الأسهم بعدة طرق، وسوف نتحدث بشكل مفصل عن كيفية الاستثمار عن طريق الإنترنت بجميع جوانبه، من فتح حساب لدى وسيط الأسهم، إلى كيفية الحصول على المعلومات اللازمة لتحقيق الاستثمارات الناجحة.

يستعرض هذا الكتاب في ثناياه العديد من الأساليب المستخدمة من قبل المضاربين ومستثمري الأجل القصير، والتي لا تتماشى بالضرورة مع أهداف المستثمر طويل الأجل، إلا أنها من الأهمية بمكان ما حدا بنا لإضافتها هنا. وسوف يجد القارئ بعض الفصول التي تتطرق للمفاهيم والممارسات الخاصة بالأسهم كالتحليل الفني وقراءة الرسوم البيانية للأسعار ومتابعة المؤشرات والدلائل المالية والبيع المُسبق وغيرها من الأساليب التي تمارس بشكل كبير من قبل المضاربين والمستثمرين على المدى القصير. كما أن الكتاب يتحدث بشكل مفصل عن عقود خيار الأسهم، وهي إحدى وسائل الاستثمار عالية الخطورة في بعض صورها، وذلك لإعطاء القارئ صورة متكاملة عن الإمكانيات المتاحة في عالم الاستثمار، وترك الحرية له لاختيار أنسب الطرق لتحقيق أهدافه المالية. بل إن بعض هذه الطرق والأساليب تستخدم من قبل الكثير من المستثمرين تحت ظروف معينة، كما سوف نرى لاحقاً، فكان من الواجب علينا التطرق لها وإعطاء القارئ فكرة عنها.

1

الباب الأول

الاستثمار والاستقلال المالي

الفصل الأول

الاستثمار في الأسهم

في هذا الفصل

- ✓ لماذا نستثمر في الأسهم؟ وكيف ينمو رأس المال تبعاً لنسبة العائد السنوي؟
- ✓ هل من أمثلة لبعض الاستثمارات التي حققت عوائد عالية في السنوات الماضية؟
- ✓ ما فوائد الاستثمار في الأسهم وما مخاطره؟
- ✓ ما مخاطر الاستثمار عن طريق الإنترنت؟
- ✓ كيف يبدأ الشخص بالاستثمار؟ وهل من نصائح للمبتدئ؟

قد يكون الاستثمار في أسهم الشركات من أسهل الطرق المتاحة للمستثمر العادي للدخول في تجارة معينة دون قيامه بأداء العمل بنفسه. فهي على سبيل المثال تتيح للفرد أن يستثمر في شركة بترولية من غير أن يكون لديه معرفة فنية في مجال البترول ولا أن يقوم بالمتابعة اللصيقة لصناعة البترول وتجارته. ويتيح له الاستثمار في الأسهم أن يجني بعضاً من أرباح شركات الأدوية والتكنولوجيا وغيرها دون أن تكون له خبرة عملية في هذه المجالات. يوضح الجدول ١-١ العوائد المتحققة عن طريق الاستثمار لمدة طويلة في بعض الشركات الأمريكية، ومنها يتضح مدى العائد الذي يمكن تحقيقه عند اختيار السهم المناسب في الوقت المناسب والاحتفاظ به مدة كافية. على سبيل المثال نجد أن العائد لأسهم شركة سيسكو سيستمز (Cisco Systems) كان حوالي ٩٠٪ في المتوسط لعدة سنوات (سنتطرق في الفصل الثالث لكيفية حساب العائد)، وهذا بلا شك يعتبر عائداً غير طبيعي، إلاّ أن من الممكن في كثير من الشركات تحقيق عوائد تتراوح ما بين ١٠٪ إلى ٣٠٪ سنوياً.

بأي حال من الأحوال نجد أن مؤشر أس آند بي (S&P 500) قد حقق حوالي ١٥٪ سنوياً خلال التسعينات الميلادية، وكما سنرى لاحقاً أن رأس المال البالغ ١٠ آلاف دولار والذي ينمو بنسبة ١٥٪ سنوياً وبشكل تراكمي لمدة عشر سنوات يصل إلى ما فوق ٤٠ ألف دولار في نهاية العشر

سنوات. فلو أنك استثمرت في الشركات نفسها التي يغطيها مؤشر [أس آند بي] خلال السنوات العشر الماضية، لاستطعت تحقيق العائد نفسه. طبعاً هناك العديد من المحترفين ممن حقق عوائد أكثر من ذلك على فترات زمنية طويلة، منهم على سبيل المثال الأسطوري [وارين بفيت] الذي حقق عائداً يقدر بنسبة ٤٦٪ سنوياً لمدة أربعين عاماً، مما حقق له ثروة تفوق ١٠ بلايين دولار! انظر الجدول ١-٢ لمعرفة مقدار التضاعف الناتج عن نمو رأس المال حسب عدد من النسب التراكمية المختلفة[1].

الجدول ١-١: العائد المتحقق في بعض الشركات الناجحة خلال العشرين عاماً الماضية.

تاريخ استثمار عشرة آلاف دولار	الشركة	المبلغ في 99/12/31م (ألف دولار)	مدة الاستثمار (عام)	العائد التراكمي السنوي
١٩٩٠م	سيسكو (Cisco)	٦,٥٦٠	٩,٧٥	٩٥٪
١٩٨٦م	مايكروسوفت (Microsoft)	٦,١١٠	١٣,٧٥	٥٩٪
١٩٨٨/٣م	أوراكل (Oracle)	١,٤٠٠	١١,٧٥	٥٢٪
١٩٨٦/٧م	إنتل (Intel)	١,٠٨٠	١٣,٥٠	٤١٪
١٩٨٠/١م	وول مارت (Wall Mart)	٥,٦٣٠	٢٠	٣٧٪
١٩٨٠/١م	جنرال إلكتريك (GE)	٨٤٠	٢٠	٢٥٪
١٩٨٢/١م	فايزر (Pfizer)	٤٤٠	١٨	٢٣٪
١٩٨٢/١٢م	تكساس إنسترومنتس (Texas Instruments)	٣٧٠	١٧	٢٣٪
١٩٨٠/١م	جنرال موتورز (GM)	٩٠	٢٠	١٢٪

فوائد الاستثمار عن طريق الإنترنت

إن تداول الأسهم عبر الإنترنت يعتبر من أبرز الخدمات التي تقدم من خلال الإنترنت وأهمها وأكثرها شهرة في الاستخدام، ويعود ذلك لطبيعة عملية التداول التي لا تحتاج إلى نقل بضائع ومشتريات أو شحنها من مكان إلى آخر. فعملية تداول الأسهم تتميز باعتمادها على المال كمنتج رقمي يرمز له بالأرقام وينقل من حساب لآخر بطريقة أوتوماتيكية. ولأن معظم عمليات التداول لا يتم من خلالها تناقل الشهادات الفعلية للأسهم فهي غالباً تتم بسرعة متناهية وبيسر وسهولة. فالإنترنت توفر للمستثمر كماً هائلاً من المعلومات عن كل ما يتعلق بالأسهم والاستثمار بشكل عام. فتجد إلى

1 راجع ما تم ذكره عن كيفية قراءة الأرقام في صفحة xiv.

جانب الأسعار الآنية للأسهم معلومات كاملة عن كل شركة وعن المجال التجاري الذي تعمل به وعن الشركات المنافسة لها وآخر الأخبار المتعلقة بنشاطاتها. وهناك مصادر المعلومات الخاصة بوضع الشركة المالي من بيانات مالية حديثة إلى مؤشرات مالية وأرقام حسابية يتم استنتاجها من البيانات المالية للشركة.

الجدول ١-٢: مثال لنمو رأس مال قدره ١٠ آلاف دولار بعد مرور ١٥ سنة.

النسبة السنوية التراكمية	رأس المال بعد ١٥ سنة	التضاعف
٥%	٢٠,٧٨٩ دولاراً	الضعف
١٠%	٤١,٧٧٢ دولاراً	٤ أضعاف
١٥%	٨١,٣٧١ دولاراً	٨ أضعاف
٢٠%	١٥٤,٠٧٠ دولاراً	١٥ ضعفاً
٢٥%	٢٨٤,٢١٧ دولاراً	٢٨ ضعفاً
٣٠%	٥١١,٨٥٩ دولاراً	٥١ ضعفاً
٣٥%	٩٠١,٥٨٥ دولاراً	٩٠ ضعفاً
٤٠%	١,٥٥٥,٦٨١ دولاراً	١٥٦ ضعفاً
٤٥%	٢,٦٣٣,٤١٩ دولاراً	٢٦٣ ضعفاً
٥٠%	٤,٣٧٨,٩٣٩ دولاراً	٤٣٨ ضعفاً

كما توفر الإنترنت كماً هائلاً من المعلومات والحقائق والأرقام الخاصة بالاقتصاد والوضع المالي للبلاد وأثرها على سوق الأسهم. وفي مكان آخر تجد من يناقش مختلف التطورات التي لها تأثير على حركة الأسهم، وآخر يناقش بشكل خاص وضع شركات معينة، ويمكن مشاركته في النقاش وأخذ رأيه أو الاستفسار منه عن جانب معين من وضع الشركة. وفي السنوات الأخيرة ظهر عدد كبير من منتديات النقاش باللغة العربية، والتي تتطرق للأسهم المحلية والدولية (انظر دليل المواقع في صفحة ٣٣٣ لعناوين بعضاً من هذه المنتديات). علاوة على ذلك هناك العديد من برامج الحاسب الآلي المتوفرة من خلال بعض المواقع على الإنترنت، والتي تساعد على البحث عن الشركة المناسبة حسب طبيعة عملها، أو حسب نتائجها المالية، أو تبعاً لأداء أسهمها.

ولا ننسى بالطبع تدني تكلفة تداول الأسهم عبر الإنترنت التي تصل أحياناً إلى أقل من ١٠ دولارات لكل عملية تداول، والذي يعتبر جزءاً بسيطاً مما يُدفع عادة في التداول التقليدي. أضف إلى ذلك أن الإنترنت تتيح تداول الأسهم الدولية من أي مكان في العالم وكأن الشخص متواجد في سوق الأسهم ذاته، حيث تمحو الإنترنت عامل المكان والزمان.

مخاطر الاستثمار في الأسهم

بلا شك إن الاستثمار في الأسهم له مخاطر كثيرة، منها ما تحتمه طبيعة الاستثمار التجاري بجميع أشكاله، نتيجة وجود عنصر المخاطرة متى ما أقدم الشخص على الاستثمار في تجارة معينة، ومنها ما هو خاص بالأسهم ذاتها. ومن المعروف أن تداول الأسهم بشكل عام يعتبر أكثر خطراً من بعض سبل الاستثمار الأخرى كونه يمر بمراحل صعود وهبوط من الصعب التنبؤ بها. كما إن الاستثمار في الأسهم يتطلب من المستثمر الثقة في قدرة غيره على التصرف برأس ماله! فعند شرائك لأسهم شركة ما فأنت في واقع الأمر تضع ثقتك في إدارة هذه الشركة على أنها سوف تتصرف بأحسن الطرق لتحقق العائد المالي الذي تطمح به. وإن كنت تستثمر عن طريق وسيط متخصص فأنت تثق في قدرة ذلك الوسيط على حسن التصرف وعلى توفر المعرفة الكافية لديه. هذه التوقعات قد لا تكون دائماً في محلها، فليست كل إدارات الشركات ناجحة أو حتى نزيهة، بل إنه نظراً لطبيعة الشركات المساهمة، والتي تخلي مسؤولية إدارتها من عواقب سوء الإدارة، فقد لا يكون لدى إدارة الشركة الدافع القوي لحسن التصرف بما لديها من أموال. على سبيل المثال قد يقرر مجلس الإدارة أو الرئيس التنفيذي إقحام الشركة في مشاريع غير واقعية أو لا تتناسب مع طبيعة الشركة وأهدافها. وقد لا يكون هناك تحكم جيد في مصروفات الشركة الإدارية، وقد يكون هناك ما يحدث أحياناً من قيام إدارة الشركة بتقديم تقارير خاطئة وأحياناً كاذبة عن مكانة الشركة المالية، الأمر الذي يعطي انطباعاً جيداً عن الشركة، بالرغم من أنها قد تكون في طريقها للإفلاس. ويعتبر ما حدث لشركة إنرون Enron والتلاعب المحاسبي الذي قامت به الشركة واحداً من أكبر حالات الإفلاس في تاريخ الولايات المتحدة، راجع الصفحة ٤٤٠ لمعرفة قصة هذه الشركة.

هذا بالطبع لا يعني أن المسؤولين في إدارات الشركات أفراد مهملون ومجازفون بشكل عشوائي، بل إن المقصود أنه يجب أخذ جودة مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين وحسن سمعتهم بالاعتبار عند الإقدام على الاستثمار في أي شركة، هذا بالرغم من أن هؤلاء المسئولين على وجه العموم يهتمون بشكل كبير بمستقبل الشركة، ويسعون من أجل نموها وازدهارها، كون نجاحهم كأفراد يأتي من خلال نجاح الشركة.

مخاطر الاستثمار عبر الإنترنت

هناك بعض المخاطر المصاحبة للاستثمار عبر الإنترنت، علاوة على مخاطر الاستثمار بشكل عام، وهي تأتي نتيجة اعتماد المستثمر على تقنية جديدة لا تخلو من مشاكلها الخاصة بها. من أهم مخاطر الاستثمار ذات العلاقة بالإنترنت ما يلي:

١. بسبب سهولة الاستثمار عبر الإنترنت فقد كثر عدد الوسطاء الالكترونيين الأمر الذي يجعل عملية اختيار الوسيط أصعب من ذي قبل. بل إن كثرة الوسطاء تجعل من الصعب على الجهات الرقابية متابعة أدائهم مما قد يمكّن بعضهم من استغلال عملائه وتضليلهم. راجع الفصل السادس، صفحة ٩٥، لمعرفة كيفية اختيار الوسيط المناسب.

٢. يجب ألاّ يعتمد المستثمر على الإنترنت كوسيلة وحيدة لتداول الأسهم، نظراً لاحتمال عدم توفرها بسبب انقطاع خطوط الاتصال أو وجود خلل في أجهزة الوسيط. هنا يجب على المستثمر التأكد من أن لديه وسيلة بديلة للبيع والشراء من خلال طرق أخرى عند الحاجة.

٣. هناك إمكانية إدخال أوامر البيع والشراء بالخطأ، والتي لا يتحمل الوسيط أدنى مسؤولية تجاهها، فقد يدخل الشخص أمراً لشراء ١٠,٠٠٠ سهم لإحدى الشركات في حين أن المقصود إدخال أمر شراء ١٠٠٠ سهم فقط. أو أن يقوم الشخص بإدخال طلب تغيير أمر سابق، ويفاجأ بأن الأمر السابق قد تم تنفيذه، ويعتبر التغيير أمراً جديداً (لدى بعض الوسطاء)، وأكثر الأخطاء شيوعاً خطأ إدخال أمر شراء حينما المقصود أمر بيع، أو العكس .

٤. قد يحدث أحياناً أن يكون هناك خلل في الأسعار المعروضة (لسبب أو آخر وهي نادرة بأي حال من الأحوال)، فيتخذ الشخص قراره بناء على أسعار خاطئة، أو غير فورية. ولو أن هذا الخطأ حدث عن طريق الوسيط وجهاً لوجه أو من خلال الهاتف لتحمل الوسيط الخطأ.

٥. هناك العديد من العروض المغرية للدخول في استثمارات معينة ممن يدّعي أصحابها إمكانية الحصول على عوائد غير معقولة، والتي يجب على المستثمر تجنبها. ويجب بشكل عام تجنب العروض التي تدّعي عدم وجود أي نوع من المخاطرة (No Risk) حيث لا يوجد أي استثمار خال من المخاطرة. ويجب عدم الاندفاع واتخاذ قرار الاستثمار بشكل سريع مهما كان الأمر، وهو عادة ما يسعى إليه محتالو الإنترنت.

٦. هناك طرق كثيرة للاحتيال، منها ما يعرف بالطرق الهرمية (Pyramid Schemes) والتي تعتمد على تعاون عدد كبير من الناس في بث معلومة ما أو جمع مبلغ معين. ومنها كذلك طرق تعتمد على الإشهار بأسهم معينة لاستقطاب عدد كبير من المستثمرين، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم، وبالتالي قيام من قام بالإشهار ببيع ما لديه من أسهم. تعرف هذه الطريقة بطريقة Pump and Dump. منها ما حصل لسهم شركة AvTel Technologies والتي قفز سعر سهمها من دولارين إلى ٣١ دولاراً خلال ساعات قليلة، بسبب ادعاءات زائفة عن اكتشاف الشركة لتقنية جديدة

تضاعف من سرعة الارتباط بالإنترنت من المنازل. راجع الصفحة ٤٣٤ لمعرفة المزيد من طرق الاحتيال وكيفية تجنبها.

٧. يجب التأكد من أن الاتصال بالوسيط يتم عن طريق آمن، وذلك بواسطة استخدام متصفح لديه القدرة على الاتصال الآمن. كذلك التأكد من أن الوسيط يقدم خدمة آمنة. ولمعرفة ما إذا كان الاتصال آمناً يجب أن يبدأ عنوان الوسيط في خانة الروابط (URL) على المتصفح بكلمة https، بدلا من كلمة http، حيث يعني حرف "S" آمن (Secure). ويمكن من خلال تجهيزات المتصفح معرفة قوة التشفير المستخدمة، والتي من الأفضل أن تعتمد على مفاتيح ١٢٨ بت (128-bit Encryption) أو أكثر. كذلك يمكن معرفة الجهة المانحة لشهادة التشفير عن طريق المتصفح. ويجب عدم إرسال رقم الحساب للوسيط عن طريق البريد الالكتروني على الإطلاق، حيث بإمكان أي شخص أن يقرأ الرسالة ويعرف رقم الحساب.

نصائح للمستثمر

أول نصيحة لمن يود الاستثمار في الأسهم الدولية أو المحلية، لاسيما عن طريق الإنترنت، أن يقرأ الفصول القادمة بشكل جيد، حيث لا غنى عن المعرفة الجيدة التي من خلالها يستطيع المستثمر أن ينطلق إلى مواضيع أخرى متقدمة تساعده على تحقيق أهدافه الاستثمارية. أما بقية النصائح فهي كما يلي:

١. يجب أن تكون بداية الاستثمار برأس مال قليل، وبأي حال من الأحوال يجب ألاّ ينفق المستثمر أكثر من ١٠٪ من رأس المال المخصص لديه للاستثمار في البداية، وألا يستثمر الشخص بكل أمواله على الاطلاق.

٢. قد يكون من الأولى إجراء تداول تجريبي عن طريق محفظة (Portfolio) وهمية يمكن متابعتها عن طريق الإنترنت لمعرفة كيفية تحرك الأسهم وتأثيرها على الأسهم المقترحة في المحفظة، راجع الصفحة ٣٠٤، كيفية إنشاء محفظة، وكذلك الصفحة ٣٣٤ للاطلاع على أحد المواقع المخصصة للتداول الوهمي.

٣. يجب على المستثمر تنويع وسائل الاستثمار (Diversification) بحيث لا يعتمد الشخص على ترك رأس ماله في عدد قليل من الشركات. وليس بالبساطة تحديد محتوى المحفظة ولكن نستطيع القول بشكل عام ألاّ يعتمد الشخص على قطاع واحد (ولا أن يستثمر في قطاعات كثيرة)، وقد يكون من الأفضل الاستثمار في خمس شركات إلى عشر في الوقت الواحد. بالطبع هناك طرق

متقدمة نتطرق لها من خلال هذا الكتاب، يستطيع الشخص أن يستفيد منها في موازنة نسبة الخطورة المتواجدة في المحفظة، وهناك طرق تستعمل لتقليص المخاطرة عن طريق التأمين على المحفظة، أو ما يعرف بطريقة Hedging، راجع الفصل الثامن عشر، صفحة ٤١٧.

٤. قد يرى المستثمر أن أنسب الطرق للاستثمار الاستفادة من خدمات الوسطاء ذوي الخدمة الكاملة (Full Service Brokers)، الذين يتولون عملية الاستثمار نيابة عن المستثمر ويتقاضون عمولة مقابل ذلك، راجع الفصل السادس، صفحة ٩٢، لمعرفة كيفية اختيار الوسيط المناسب للخدمة الكاملة. وقد يستثمر الشخص عن طريق وسيط محلي، كالبنوك في معظم البلدان العربية.

٥. قد يرى المستثمر أن يتم الاستثمار بواسطة صناديق الاستثمار (Mutual Funds) والتي يتوفر منها بضعة آلاف في مجالات عديدة ومختلفة. وتختلف هذه الطريقة عن الاستثمار من خلال وسيط الخدمة الكاملة في كثرة الخيارات المتاحة من هذه الصناديق التي تستثمر في مجالات مختلفة من صناعة الطائرات والمنتجات الورقية، على سبيل المثال، إلى الأسهم ذات الخطورة المتدنية، أو الأسهم الدولية، أو الأسهم الواقعة في مجال الأقراص الممغنطة، وهكذا، راجع الفصل الخامس عشر.

٦. كثير من المستثمرين في السنوات الأخيرة بدأ يتجه إلى أسهم المؤشرات، وهي طريقة لشراء أسهم جميع الشركات الموجودة في مؤشر ما، كمؤشر [داو جونز] الشهير، على شكل سهم واحد. على سبيل المثال، بالإمكان شراء كمية معينة من أسهم DIA وتحقيق نتيجة مطابقة لما يحققه مؤشر [داو جونز] نفسه. راجع شرح أسهم المؤشرات، صفحة ٣٤٨.

٧. هناك العديد من صناديق الاستثمار التي تختص بالاستثمار بطريقة إسلامية عن طريق انتقاء الشركات التي لا تتعامل بالربا ولا بمنتجات الخنزير والكحول والقمار والميسر وغيرها من المحرمات. فقد يجد الشخص هذه الصناديق أنسب له من ناحية دينية، علماً بأن بعض الصناديق الإسلامية حققت نتائج متميزة في السنوات الماضية. راجع الفصل الخامس عشر، صفحة ٣٥٤، لمعرفة طبيعة هذه الصناديق وكيفية الاستفادة منها.

٨. هناك جاذبية قوية لما يعرف بالتداول اليومي (Day Trading) والذي يعتبر من طرق التداول عالية الخطورة، ولا ننصح به لمن لا يملك الوقت والقدرة على التحكم بمقدار المخاطرة التي يقوم بها، إلا أننا نضع بين يدي القارئ بعض المعلومات عن التداول اليومي من باب المعرفة، راجع الصفحة ١٠٩.

٩. بالرغم من أن النصيحة التالية دقيقة نوعاً ما، ولكن لأهميتها نذكرها هنا من ضمن النصائح العامة. يجب بشكل عام تجنب إدخال أوامر الشراء بسعر السوق والابتعاد عن شراء أسهم الطرح الأولي

(IPO) في اليوم الأول للطرح – راجع الفصل السابع، لمعرفة كيفية إدخال أوامر البيع والشراء وتجنب الوقوع في الأخطاء الشائعة.

١٠. في حالة الأسهم الأمريكية، يجب التأكد من تعبئة نموذج W-8BEN الخاص بمصلحة الضرائب الأمريكية (IRS) والذي يُعفي المستثمر الأجنبي من دفع الضرائب المستحقة نتيجة تداول الأسهم الأمريكية، انظر الشكل ١٣-٦:، صفحة ٣٢٨، حيث إنه في حالة عدم تعبئة النموذج فإن الوسيط يقوم بخصم ما نسبته ٣٠% من دخل الحساب لصالح مصلحة الضرائب، ومن الصعب جداً استعادة المبلغ من المصلحة. وبالنسبة لمن يستثمر في الصناديق الاستثمارية يجب مراعاة مشكلة الضرائب الخاصة بها، الصفحة ٣٤١.

الخلاصة

أكد الفصل على أهمية الاستثمار في الأسهم كأفضل وسيلة لنمو رأس المال، ورأينا أمثلة على ذلك في النمو الجيد للأسهم مقارنة بغيرها من الأدوات الاستثمارية. ورأينا كيف أن نمو رأس المال بنسبة ١٥% سنوياً كما حصل مع مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] يعتبر نمواً جيداً.

هناك عدة فوائد للاستثمار عن طريق الإنترنت، تتمثل في الكم الهائل من المعلومات المالية المتوفرة لاسيما فيما يخص الاستثمار في الأوراق المالية المختلفة. حذر الفصل من بعض مخاطر الاستثمار في الأسهم بشكل عام، وبالذات الاستثمار عن طريق الإنترنت. من هذه المخاطر صعوبة الاعتماد على الإنترنت في التداول لما قد يطرأ من انقطاع في الخطوط وخلل في الأجهزة. وذكرنا أن على المستثمر النشط التأكد من توفر طرق أخرى لدى الوسيط الذي يتعامل معه للتداول إلى جانب الإنترنت، وكذلك أخذ الحذر من كثرة طرق الاحتيال على الإنترنت وضرورة تجنب أي عرض يبدو مغرياً للغاية، والتأكد من الجهة التي يتعامل معها المستثمر على الإنترنت.

من النصائح التي ذكرت في هذا الفصل للمستثمر المبتدئ عدم الاستثمار بأكثر من ١٠% مما لديه من مال مجهز للاستثمار، وضرورة تنويع الاستثمار، والنظر في إمكانية الاستثمار عن طريق وسيط الخدمة الكاملة وعن طريق صناديق الاستثمار في المراحل الأولى من التعلم، وبالذات لمن لا يتحمل المخاطرة. بل قد يكون من المناسب حتى على المستثمر المتمكن أن يستثمر عن طريق وسيط الخدمة الكاملة، وأن يقوم باختيار صندوق استثمار مناسب أو شراء أسهم مؤشرات من أجل تنويع الاستثمار وتجنب المخاطرة. وفي مراحل متقدمة من المعرفة الاستثمارية قد يجد المستثمر هناك ضرورة للدخول في أدوات استثمارية أخرى، كما سوف نتطرق إليه لاحقاً في الكتاب.

الفصل الثاني

التخطيط المالي

في هذا الفصل

- ما المقصود بالتخطيط المالي؟
- هل نحتاج للتخطيط المالي كأفراد؟
- هل من الممكن أن يصبح الشخص مليونيراً؟
- ما نسبة العائد على أنواع مختلفة من الوسائل الاستثمارية؟

قد تبدو فكرة التخطيط المالي نوعاً ما غامضة للشخص غير المختص، حيث يعتقد البعض أن مثل هذه الأمور تمارس فقط من قبل المؤسسات وكبار المحترفين. ولكن الواقع الذي نعيشه اليوم يفرض علينا عكس ذلك تماماً. إن من الضروري جداً إيجاد خطة مالية للفرد تحتوي على ميزانية سنوية تحدد الدخل المتوقع لذلك العام والمصروفات المتوقعة، ويجب على الفرد التصرف بحدود ما تمليه عليه الميزانية، تماماً كما هو الحال في المنشآت التجارية والحكومية. إضافة لذلك يجب أن يضع الفرد خططاً إستراتيجية محددة وواضحة لتحقيق أهدافه الاستثمارية، ومنها ينطلق في عالم الاستثمار بخطى واثقة وأسس سليمة.

ويجب ألاّ يكون هناك أدنى درجة من الشك في أهمية التخطيط المالي على المستوى الشخصي. فكون هذا النوع من التخطيط غير متعارف عليه في معظم البلدان العربية لا يقلل من أهمية القيام به. إن ضرورة القيام ببناء خطط مالية جيدة من قبل المؤسسات دليل على أهمية التخطيط المالي، ولا يمكن أن نتصور دولة ما أو وزارة أو إدارة معينة لا تعمل في إطار مالي سليم له خططه الواضحة وأهدافه المحددة لمواجهة متطلبات العمل المختلفة. وليس من الممكن في عصرنا هذا أن يواجه الفرد متطلبات الحياة المختلفة دون اللجوء إلى التخطيط المالي السليم، والذي للأسف أن كثير من المستثمرين لا يكتشف أهميته إلا بعد مضي سنوات طويلة!

الحاجة إلى التخطيط المالي

إن الحاجة إلى التخطيط المالي تأتي بسبب متطلبات الحياة المختلفة، فنحن جميعاً بحاجة إلى تأمين مسكن ملائم لنا ولأسرتنا، ونحن بحاجة لسيارة نقودها، إضافة إلى المأكل والمشرب وغيرها من المتطلبات اليومية. ولكن هناك التزامات أخرى يجب ألاّ نغفلها وهي تلك التي تأتي نتيجة رغبتنا في الحصول على الاستقلال المالي وتجنب الاعتماد على الآخرين وتلقي العون منهم.

إن الفرد في عصرنا هذا يود الحصول على أرقى درجات العلاج عندما يحتاج إليه ويحسب لصحته وصحة أسرته ألف حساب. ونجده يرغب في الحصول على أعلى درجات الثقافة والتعليم له ولأسرته، الأمر الذي يقوده لدفع مبالغ باهظة للمدارس الخاصة وللحصول على أرقى وسائل التعليم. لقد بدأ يتضح في السنوات الأخيرة للآباء والأمهات في معظم البلدان العربية أن الاعتماد على التعليم المجاني أمر غير ممكن، بل بات من الضروري دفع مبالغ طائلة لإلحاق الأبناء بجامعات محلية أو خارجية لتلقي التعليم اللازم. والأسوأ من ذلك إن بعض الدول العربية لا توجد بجامعاتها طاقة كافية لاستيعاب الطلب المتزايد على التعليم العالي، الأمر الذي يضطر الطالب غير القادر مادياً على البقاء في المنزل أو القبول بعمل قد لا يحقق ما لديه من طموحات.

من منا لا يود أن يجمع مبلغاً من المال ينتفع به عند الكبر؟ كل ما عليك النظر حواليك لترى العديد ممن كان لهم في جُل أيام حياتهم مصادر للدخل كانت تعينهم على متطلبات الحياة المختلفة، وفجأة تغيرت أوضاعهم، إما بسبب التقاعد أو الانقطاع عن العمل، أو بسبب سوء التخطيط لمستقبلهم، فوجدوا أنفسهم في وضع مالي عصيب. لا ننسى كذلك، وللأسف الشديد، أن التعامل مع الفرد على الصعيد الاجتماعي، وخصوصاً في آخر سنوات عمره، يتم حسب قدرات الشخص المالية سواء من قبل معارفه أو المؤسسات المختلفة! إذاً فالفرد بحاجة إلى الاستثمار منذ الصغر، وإذا تقدم به السن فهو بحاجة إلى وسيلة استثمارية مناسبة تعينه على تحقيق أهدافه المالية مع مراعاة حاجته للدخل المستمر، كالوسائل الاستثمارية التي تحقق للمستثمر نمواً في سعر السهم، وفي الوقت نفسه تدر عليه دخلاً معيناً يعينه على الوفاء بما عليه من التزامات يومية.

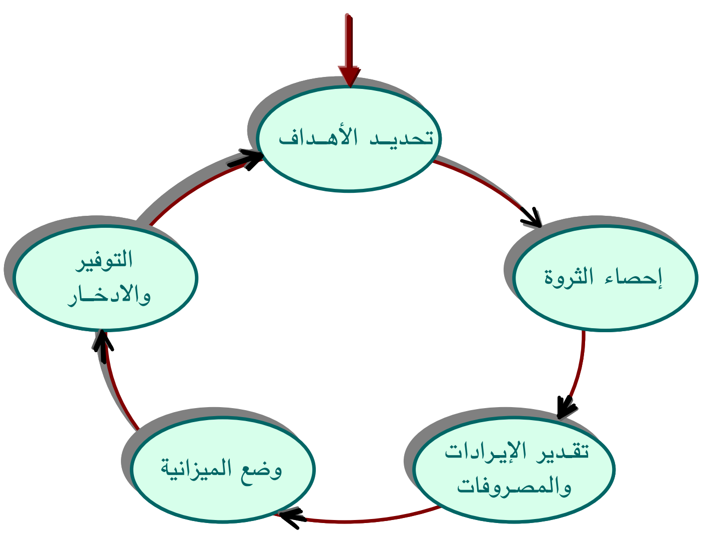
كذلك يجب أن ندرك أن معاش التقاعد سواء كان عن طريق جهة حكومية أو جهة خاصة قد لا يفي بالتزامات الشخص بشكل جيد، ويجب ألاّ نغفل تأثير تضخم الأسعار (Inflation) على معاش التقاعد. فإذا كان مقرراً لشخص صرف مرتب شهري يساوي ١٠٠٠ دولار بعد ١٥ سنة وكانت نسبة التضخم ٣٪ سنوياً فإن المرتب الحقيقي بعد ١٥ سنة هو مجرد ٦٤١ دولاراً شهرياً. وقد كانت نسبة التضخم في بلدان عربية كثيرة في السنوات الأخيرة أكثر من ٥٪ سنوياً. على سبيل المثال كان التضخم في عام ١٩٩٩م في دولة مصر حوالي ٣,٧٪، ولبنان ٤,٥٪، ودول الخليج بشكل عام أقل من ٣٪، ويصل في ليبيا واليمن نحو ١٠٪.

مبادئ التخطيط المالي

هناك العديد من الكتب التي تتطرق للتخطيط المالي من جميع أبعاده، وهناك الأخصائيون في هذا المجال الذين يطلق عليهم المخططون الماليون (Financial Planners) ممن يقوم بمساعدة الفرد في كيفية التخطيط السليم للخروج بنتيجة جيدة في نهاية المطاف. من الأشياء التي يركز عليها هؤلاء المختصون عملية تحديد الأهداف المالية التي يسعى إليها الفرد، كأن يحدد الشخص بشكل دقيق المتطلبات التي يحتاجها والوقت الذي يحتاجها فيه. مثال ذلك تحديد فترة ١٠ سنوات لبناء منزل في حي معين وبتكلفة معينة ... جمع مبلغ معين لإدخال عدد من الأبناء للجامعة بعد ١٣ سنة ... توفير دخل شهري محدد لمرحلة ما بعد التقاعد ... الحصول على تغطية صحية كاملة بسعر منخفض بعد بلوغ سن معين، وهكذا. وينصح الخبراء الماليون بضرورة قيام الشخص بكتابة هذه الأهداف بوضوح والتشاور فيها مع أسرته. ومن الضروري العودة إلى هذه الأهداف بعد فترة من الزمن والتأكد من أنها مازالت تفي بالغرض الذي أعدت من أجله وتعديلها عند الحاجة.

بعد ذلك يقوم الشخص بحساب رأس ماله، وذلك بجمع قيمة كامل ممتلكاته أياً كانت (من سيارة ومنزل وقطعة أرض ومقتنيات ثمينة وما إلى ذلك)، ومن ثم يقوم بخصم جميع ما عليه من ديون والتزامات مختلفة ليحصل على ما يعرف برأس المال (Net Worth)، أو الثروة الشخصية. ويجب متابعة قائمة رأس المال على الأقل مرة واحدة في العام للتأكد من صحة الوضع المالي واتخاذ الإجراءات اللازمة لتصحيحها عند الحاجة.

بعد ذلك يقوم الشخص بجرد مصادر الدخل والإيرادات الخاصة به لفترة معينة من الزمن، قد تكون شهراً أو أكثر، وإحصاء جميع ما عليه من مصروفات للفترة نفسها، وما يتبقى نتيجة طرح إجمالي المصروفات من الإيرادات هو صافي الادخار، الذي على الشخص التركيز عليه والعمل على تنميته من عام لآخر. إن عملية جرد الإيرادات والمصروفات المتوقعة للأعوام القادمة تسمى الميزانية السنوية وعن طريقها يتم ضبط المصروفات والإيرادات وتنمية رأس المال. فعندما تكون المصروفات المتوقعة تفوق الإيرادات المتوقعة فعلى الشخص أن يقلص من مصروفاته ليكون صافي الادخار موجباً في كل السنوات، فيستطيع الشخص بناء ثروة مناسبة من خلال الاستثمار في الأسهم أو غيرها من الوسائل. وإن لم يستطع الشخص تقليص مصروفاته بالشكل الذي يجعل صافي الادخار موجباً، فعليه البحث عن طرق أخرى لزيادة إيراداته، كالعمل في المساء أو تطوير نفسه بالشكل الذي يرفع من مرتبه الشهري. وبدون طريقة رصد الإيرادات والمصاريف هذه فلن يستطيع الشخص تحقيق النتيجة المطلوبة بشكل سريع ومنظّم. أنظر الشكل ٢-١ الذي يبين مراحل التخطيط المالي الرئيسية على المستوى الفردي.



الشكل ٢-١: المراحل الرئيسية للتخطيط المالي تفيد في انتهاج طريقة منظمة لتنمية رأس المال.

كيف تصبح مليونيراً؟

هل هناك طريقة عملية وممكنة للشخص أن يصبح مليونيراً؟ هل بالفعل هناك طرق معينة تمكّن الشخص من تحقيق طموحاته وأهدافه المستقبلية بما في ذلك الاستقلالية المالية الكاملة؟ قد يستغرب القارئ من هذا الطرح وقد يعتريه شعور بعدم التصديق بما سيلي، وقد يعتقد بأن ما نحن بصدده شبيه بتلك الإعلانات التلفزيونية أو تلك التي يشاهدها أحياناً في بعض المجلات، والتي تؤكد على أن باستطاعته أن يصبح مليونيراً في غضون شهر من الزمان! إن ما نتحدث عنه في الواقع هو التخطيط المالي المبني على أسس علمية صحيحة ومنهجية دقيقة وواضحة للوصول إلى الأهداف الاستثمارية المنشودة.

بإمكان الشخص أن يستشير مخططاً مالياً متخصصاً لمساعدته في رسم الخطط المالية اللازمة، غير أننا هنا نقوم بطرح بعض الأمثلة لتوضيح طبيعة الطرق التي يقوم عليها التخطيط المالي، كما سيجد القارئ في الفصل الثالث: حساب الأداء الاستثماري، بعض الطرق المستخدمة في التخطيط المالي معروضة بشكل مفصل.

سؤال: إذا كنت ترغب بجمع مبلغ مليون دولار بعد عشر سنوات من الآن، فكم يجب عليك أن تدّخر في كل عام؟

الجواب: بكل بساطة، عليك أن تدخر ١٠٠ ألف دولار في كل عام لمدة عشر سنوات! أو حوالي ٨,٣٠٠ دولار شهرياً وهو مبلغ كبير بلا شك. لاحظ أننا هنا نفترض أنك تقوم بحفظ المبلغ بشكل نقدي لديك أو في حساب جارٍ لدى البنك، وهذا لا يعتبر استثمارا على الإطلاق.

سؤال: ماذا لو أنك وجدت تجارة معينة أو وسيلة تدر عليك عائداً سنوياً بمقدار 15%، فكم تحتاج أن تستثمر في كل عام ليكون لديك مبلغ مليون دولار بعد عشر سنوات؟

الجواب: تحتاج إلى مبلغ ٤٢,٨٢٨ دولاراً في كل عام، أو حوالي ٣,٥٦٩ دولاراً في الشهر، وهذا أقل بكثير من الحالة الأولى التي لم يتم استثمار المبلغ فيها في كل عام. (انظر كيفية حساب الأنيوتي (Annuity) في **الفصل الثالث: حساب الأداء الاستثماري**، صفحة ٥٠).

سؤال: ماذا لو كانت هذه الطريقة الاستثمارية تحقق عائداً سنوياً بنسبة 25%؟ فكم تحتاج أن تستثمر في كل عام ليكون لديك مبلغ مليون دولار بعد عشر سنوات؟

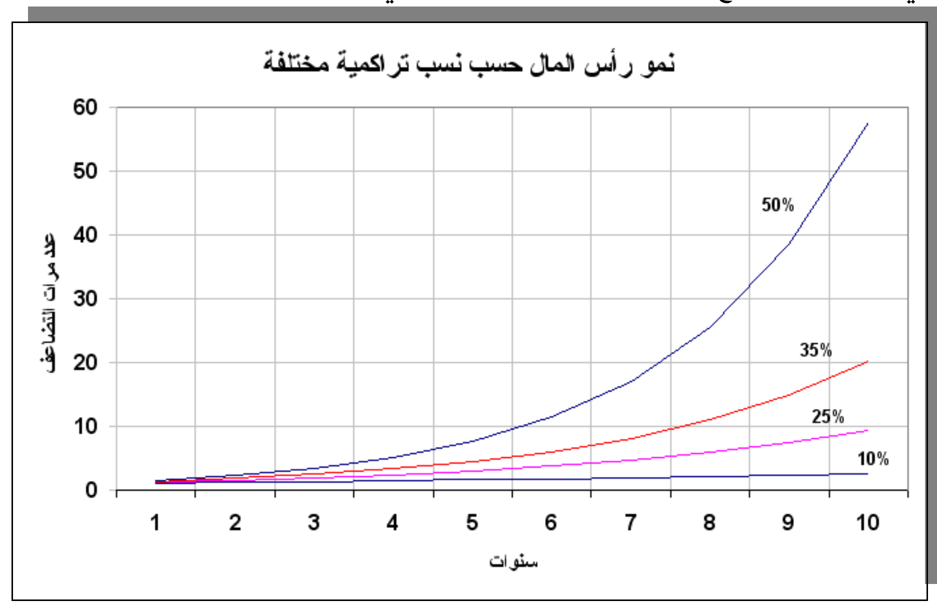
الجواب: في هذه الحالة تحتاج إلى استثمار مبلغ ٢٤,٠٥٨ دولاراً في كل عام، أو حوالي ٢٠٠٠ دولار في كل شهر. وكلما زاد العائد المتوقع، استطعت أن تحقق المبلغ المطلوب باستثمار مبلغ أقل في كل عام.

إذاً فالمسألة هي كيفية اختيار الوسيلة الاستثمارية المناسبة لتحقيق العائد المطلوب، وهذا بالطبع من أصعب الأمور التي تواجه المستثمر. فكلما زادت نسبة العائد (Return) المتوقع، زادت نسبة المخاطرة (Risk). كمثال على العلاقة بين العائد والمخاطرة، يوضح الجدول ٢-١ نسبة العائد المتوقع من خلال الاستثمار في عدة وسائل مالية في الولايات المتحدة الأمريكية. ويلاحظ أن العائد يزداد كلما زادت حدة المخاطرة الناتجة عن الاستثمار في الوسيلة المذكورة. ويقصد بالمخاطرة في هذه الوسائل احتمال عدم تحقيق العائد المتوقع نتيجة خسارة الشركة المساهمة أو إعسار الجهة المقترضة للمال أو إفلاسها.

نمو رأس المال

إن القوة التراكمية لنمو رأس المال لشيء عجيب حقاً، وعلى المستثمر والمضارب الجاد إدراك هذا الجانب والبدء في التخطيط السليم للوصول إلى المبلغ المطلوب. نشاهد في الشكل ٢-٢ عدد المرات التي يتضاعف فيها رأس المال حسب نسب تراكمية مختلفة وحسب فترات زمنية مختلفة. على سبيل المثال، لو أن شخصاً استطاع أن يُنمي رأس ماله بنسبة ٣٥% بشكل تراكمي في كل عام فإن رأس المال يتضاعف حوالي ٢٠ مرة بعد مرور ١٠ سنوات! ويصل إلى حوالي ٦٠ ضعفاً لو كانت

النسبة التراكمية ٥٠٪ سنوياً. هنا نشير إلى أن المقصود بالنمو التراكمي هو أن يُترك رأس المال في الوسيلة الاستثمارية نفسها ولا يؤخذ منه شيء، الأمر الذي يتحقق في حالة شراء أسهم وتركها تنمو لفترة طويلة. كما يجب أن نلاحظ أن الفترة ليس بالضرورة أن تكون بالسنوات. فلو أن مضارباً (وهو بلا شك أمر صعب جداً، ولكن نسوقه هنا كمثال) استطاع تحقيق عائد بمقدار ٣٥٪ في كل شهر، لاستطاع أن يضاعف رأس ماله ٢٠ ضعفاً في ١٠ أشهر!



الشكل ٢-٢: بعد ١٠ سنوات (على سبيل المثال) يتضاعف رأس المال حوالي عشرين مرة بسبب القوة التراكمية لنمو رأس المال، على فرض أن بالإمكان تحقيق عائد سنوي تراكمي بمقدار ٣٥٪ في المتوسط.

الخلاصة

تذكر دائماً أن التخطيط المالي ضروري جداً بغض النظر عن مقدار ثروتك الحالية، ذلك لأن التخطيط المالي في نهاية المطاف هو طريقة منظمة لتحقيق الأهداف المالية والاستثمارية أياً كانت، كبيرة أم صغيرة. وعلى من يستثمر في الأسهم أن يبدأ التفكير بشكل جدي في التخطيط المالي وتسخيره منذ البداية لتحقيق أهدافه المالية. ختاماً، حذر الفصل من الوقوع في مشكلة الأموال الراكدة التي لا تحقق أي نوع من العائد المالي، ولا تقي نفسها شر التضخم النقدي، الأمر الذي يدعونا للتفكير بالاستثمار كأفضل وسيلة للتغلب على ذلك.

راجع دليل المواقع (صفحة ٣٣٠) لبعض المواقع المختصة بالتخطيط المالي.

الجدول ٢-١: مثال للعوائد المتوقعة والوسيلة اللازمة لتحقيقها.

العائد المتوقع	الوسيلة اللازمة	ملاحظات
٠%	الاحتفاظ بالمبلغ بشكل نقدي أو في حساب جارٍ (مؤمن عليه من قبل البنك المركزي)	ولكن لو كان معدل التضخم يساوي ٣% في العام، فالعائد يكون في الواقع سالب ٣%، وليس صفراً، كما أن الزكاة الشرعية ستقتطع ٢,٥٠% علاوة على ذلك.
١%	الاحتفاظ بالمبلغ في حساب جار بفائدة	بعض البنوك تقدم عائدا قليلاً لا يكفي أحياناً لتغطية نسبة التضخم، ولا يخلو من شروط كثيرة.
٢%	الاحتفاظ بالمبلغ في حساب سوق المال (Money Market Account)	شبيه بالحساب الجاري ذي الفائدة ولكن بشروط أكثر.
٣%	شراء أذونات خزينة (Treasury Bills)	تقدم أذونات الخزينة الأمريكية هذا العائد نظراً لجودتها (أي ضعف احتمال خسارتها)، لكنها لا تتوفر بكميات قليلة.
٤%	شراء سندات حكومية (Government Bonds)	تباع من قبل الحكومة الأمريكية وتكون مدتها غالباً ٣٠ عاماً.
٥%	شراء شهادات إيداع (Certificates of Deposit)	تقدم عن طريق البنوك التجارية، بشرط تركها مدة معينة.
٧%	شراء سندات الشركات (Corporate Bonds)	تباع من قبل الشركات وتختلف نسبة الفائدة حسب جودة الشركة (كلما كانت الشركة قوية قل مقدار الفائدة).
١٠%	الإيداع في صناديق الأسهم (Stock Mutual Funds)	الحد من المخاطرة عن طريق شراء أسهم عدد كبير من الشركات.
١٥%	شراء الأسهم	تختلف النسبة من أسهم لأسهم وحسب درجة المخاطرة.
٣٠%	شراء عقود خيار الأسهم والسلع الآجلة والمؤشرات بمختلف أنواعها	مخاطرة عالية قد تؤدي إلى خسارة كامل رأس المال في فترة قصيرة، ولكن من الممكن تحقيق عوائد عالية جداً بين فترة وأخرى.
؟%	شراء يانصيب! Lottery	نوع من القمار يكون احتمال تحقيق العائد فيه ضئيلاً أو شبه مستحيل.

الفصل الثالث

حساب الأداء الاستثماري

في هذا الفصل

- ما هي الطرق المناسبة لقياس أداء الشخص الاستثماري؟
- ما المقصود بالقيمة الزمنية لمبلغ من المال؟ وكيف نقوم بحساب نمو رأس المال حسب القيمة الزمنية؟
- كيف نقوم بحساب العائد على المحفظة الاستثمارية؟ وماذا لو كانت هذه المحفظة تتغير من وقت لآخر، فكيف نحسب العائد عليها؟
- كم مقدار العائد المعقول للاستثمار؟

لكي يتمكن المستثمر من معرفة كفاءة استثماره فإن عليه أن يكون ملماً ببعض الطرق الحسابية التي تستخدم في مجال التمويل المالي، والتي يعتمد عليها المحترفون لمقارنة أدائهم بأداء الآخرين. وسوف نحاول ألا يكون هذا الفصل ثقيلاً على القارئ بقدر الإمكان، فلن نتطرق لأي من الطرق الحسابية المعقدة، وسوف نخلص في نهاية كل طريقة حسابية إلى عرض معادلة بسيطة تفي بالمطلوب، وتمكّن المستثمر من استخدامها بواسطة آلة حاسبة بسيطة. سوف نبدأ بعرض بعض مفاهيم التمويل المالي الخاصة بالقيمة الزمنية للمال، والتي تُبنى عليها الكثير من المفاهيم الأخرى.

القيمة الزمنية للمال

من أكبر الأخطاء التي يقع فيها عامة الناس عدم إدراك المقصود بالقيمة الزمنية للمال، فتجد البعض يحتفظ بجزء كبير من مدخراته بشكل نقدي، إما في حساب جارٍ في البنك أو بشكل نقدي في منزله، غير مدرك أن الزمن يأكل من نقوده مثلما تأكل دودة الأرضة من صوف الحصيرة.

هناك عاملان رئيسيان يؤثران على النقود الراكدة بشكل سلبي. العامل الأول هو التضخم أو ارتفاع الأسعار، وهو من أكبر المشاكل الاقتصادية وأصعبها في أي بلد في العالم. فنجد أن جميع دول العالم تعاني من عدم قدرتها على التحكم بشكل فعال بتزايد الأسعار، والذي تختلف حدته من دولة لأخرى، بيد أن نسبته في أمريكا في السنوات الأخيرة تراوحت بين ٢-٣٪. وبالنسبة للمستثمر العربي فعليه أن يراعي نسبة التضخم في بلده، قبل أن يفكر بالاحتفاظ بمدخراته بشكل نقدي. فإذا كانت نسبة التضخم في بلد ما تساوي ١٠٪، فمعنى ذلك أن الأسعار بشكل عام تنمو بهذه النسبة. فالشيء الذي تشتريه اليوم بسعر ١٠٠٠ دولار (أو ما يعادله بالعملة المحلية) يكون سعره بعد عام ١,١٠٠ دولار. أو بمعنى آخر إن مبلغ ١٠٠٠ دولار اليوم يعادل فقط ٩٠٩ دولارات بعد عام! (سوف نتحدث بعد قليل عن كيفية حساب القيمة الزمنية للمال).

أما العامل الثاني المؤثر على النقود الراكدة، فهو ضياع الفرصة البديلة. فالمفترض لأي مبلغ من المال، كبيراً كان أم صغيراً، أن ينمو بشكل يحميه من آثار التضخم أولاً، ومن ثم يحقق له عائداً أعلى من نسبة التضخم. فنجد أن الأداة الاستثمارية الرئيسية في الولايات المتحدة، وهي السندات الحكومية التي تعتبر أكثر الأدوات الاستثمارية أماناً من غيرها، تقدم عائداً سنوياً يفوق نسبة التضخم. وهناك أدوات استثمارية قصيرة الأجل، كثيرة جداً ومتنوعة، تستخدم تماماً لهذا الهدف، أي تجنب تدهور قيمة المال بسبب التضخم والحصول على عائدٍ استثماري مناسب.

وتزداد حدة ضياع الفرصة البديلة للمال الراكد إذا عرفنا أن على الإنسان المسلم دفع زكاة المال والتي تبلغ ٢,٥٠٪ على المال البالغ للنصاب إذا حال عليه الحول.

القيمة المستقبلية للمال Future Value

يقصد بالقيمة المستقبلية للمال تلك القيمة التي يكون عليها المال بعد فترة معينة من الزمن، والتي قد تكون أقل أو أكثر من المبلغ الأصلي. إذا كان مبلغ من المال ينمو بنسبة ١٠٪ سنوياً، فكم يكون المبلغ بعد عام واحد؟ لمعرفة ذلك نقوم بإضافة ١٠٪ من المبلغ إلى المبلغ الأصلي.

سؤال: كم تكون قيمة مبلغ ١٠٠٠ دولار بعد عام واحد، إذا كانت نسبة نمو المبلغ تساوي ١٠٪ سنوياً؟

الجواب: أولاً نقوم بحساب مبلغ النمو: ($1000 \times 0.10 = \$100$) ومن ثم نضيف هذا المبلغ للمبلغ الأصلي ($\$1000 + \$100 = \$1100$).

لحساب القيمة المستقبلية نقوم بإجراء التعريفات التالية:

	عربي	إنجليزي
المبلغ الحاضر	ح	P
المبلغ المستقبلي	م	F
نسبة النمو	ن	r

ونقوم بحساب المبلغ باستخدام المعادلة التالية:

م = ح × (1 + ن)

$$F = P(1 + r)$$

لحل المثال السابق نقوم بحساب (م) كالتالي:

م = ح × (1 + ن)

= 1000 × (1.10)

= $1100

$$F = P(1 + r)$$
$$= \$10{,}000 \times 1.10$$
$$= \$1{,}100$$

سؤال: كم تكون قيمة مبلغ ١٠٠٠ دولار بعد عامين أو أكثر، إذا كانت نسبة نمو المبلغ تساوي ١٠% سنوياً؟

الجواب: بإمكاننا استخدام الطريقة السابقة نفسها لإضافة نمو المبلغ في كل عام للمبلغ الأصلي، فنجد أنه بعد عام كان المبلغ يساوي ١,١٠٠ دولار. وفي العام الثاني يكون المبلغ الأصلي ١,١٠٠ دولار، وينمو بنسبة ١٠% ($\$1100 \times 0.10 = \$110$)، فيكون المبلغ بعد عامين ١,٢١٠ دولارات. ونستطيع استخدام المعادلة السابقة نفسها ولكن نضيف هنا عامل الوقت، كما يلي:

	عربي	إنجليزي
المبلغ الحاضر	ح	p
المبلغ المستقبلي	م	f
نسبة النمو	ن	r
المدة الزمنية	ز	y

ونجد أن القيمة المستقبلية (م) لأي مبلغ من المال (ح) ينمو بنسبة (ن%) سنوياً، لمدة معينة من الزمن (ز) تحسب كما هو مبين في المعادلة التالية:

م = ح × (1 + ن)^ز

$$F = P(1 + r)^{y}$$

لحل المثال السابق نقوم بحساب (م) كالتالي:

$$م = ح \times (1 + ن)^{ز}$$
$$= 1000 \times (1.10)^2$$
$$= \$1,210$$

$$F = P(1+r)^y$$
$$= \$1000 \times (1.10)^2$$
$$= \$1,210$$

مثال: عليك أن تقرر فيما إذا كان الأفضل أن تحصل على ٥٠ ألف دولار الآن أو أن تنتظر ٣ سنوات وتحصل على ٦٠ ألف دولار من صديق وعدك بذلك، فأي الخيارين تختار علماً بأن البنك يمنحك عائداً سنوياً يبلغ ٦ % (أو أنك متأكد من الحصول على هذا العائد بطريقة أخرى)؟

لحل هذه المسألة نقوم بحساب قيمة مبلغ ٥٠ ألف دولار بعد ثلاث سنوات لو أننا قمنا بإيداعها لدى البنك وحصلنا على ٦ % كعائد سنوي، ثم نقوم بمقارنة أي من المبلغين أكبر. نقوم بتعريف المسألة كما يلي:

	عربي	القيمة	إنجليزي
المبلغ الحاضر	ح	٥٠,٠٠٠ دولار	p
المبلغ المستقبلي	م	؟	f
نسبة النمو	ن	٦%	r
المدة الزمنية	ز	٣ سنوات	y

$$م = ح \times (1 + ن)^{ز}$$
$$= 50000 \times (1 + 0.06)^3$$
$$= \$59,551$$

$$F = P(1+r)^y$$
$$= \$50,000 \times (1+0.06)^3$$
$$= \$59,551$$

إذاً الأفضل أن تأخذ ٦٠ ألفاً من صديقك لأنها أكثر بقليل مما ستحصل عليه عن طريق البنك. لاحظ أننا فرضنا أن نسبة العائد مضمونة وهذا معقول في حالة التعامل مع مقرض قوي كبنك له مركز مالي جيد أو عن طريق سندات أو أذونات حكومية موثوقة، أو بأي وسيلة استثمارية مبنية على المتاجرة الشرعية بطريقة المرابحة أو غيرها. ولكن عليك أن تقرر فيما إذا كان صديقك قادراً

على الوفاء بوعده أم لا! كذلك يجب ملاحظة أنه قد تكون لديك وسيلة استثمارية أخرى تمنحك عائداً أفضل مما هو متاح عن طريق البنك، وتقرر الأخذ بها.

القيمة الحاضرة للمال Present Value

أي مبلغ من المال تحصل عليه في المستقبل يمكن احتساب قيمته الحاضرة (أو الحالية) وذلك باستخدام الطريقة التي استعملناها لحساب القيمة المستقبلية، ولكن بشكل معكوس، حيث إننا في هذه الحالة نعرف القيمة المستقبلية ونود معرفة القيمة الحاضرة. إذا كانت قيمة مبلغ من المال بعد عام من الآن تساوي ١٠٠٠ دولار، وكان المبلغ ينمو (أو أنه من المفترض أن ينمو) بنسبة ١٠% سنوياً، فكم هي قيمته الحاضرة؟ بمعنى آخر ما هو المبلغ الذي يصبح بعد عام واحد ١٠٠٠ دولار، إذا كان ينمو سنوياً بنسبة ١٠%؟

لحساب القيمة الحاضرة، نستخدم المعادلة التالية:

$$ح = \frac{م}{(1 + ن)}$$

$$P = \frac{F}{(1+r)}$$

نجد من المثال السابق أن القيمة الحاضرة تحسب كالتالي:

$$ح = \frac{م}{(1 + ن)} = \frac{1000}{(1 + 0.10)} = \$909$$

$$P = \frac{F}{(1+r)} = \frac{\$1000}{(1+0.10)} = \$909$$

وبالنسبة للمسألة السابقة لاختيار ٥٠ ألف دولار الآن وإيداعها في البنك، أو الانتظار ٣ سنوات والحصول على ٦٠ ألف دولار من صديق، فيمكننا حلها بطريقة القيمة الحاضرة، وكما نتوقع يجب أن تكون النتيجة واحدة، وهي أنه من الأفضل الانتظار والحصول على مبلغ ٦٠ ألف دولار من الصديق بعد ثلاث سنوات.

لحل هذه المسألة نقوم بإجراء التعريفات التالية، كما يلي:

	عربي	القيمة	إنجليزي
المبلغ الحاضر	ح	؟	p
المبلغ المستقبلي	م	٦٠,٠٠٠ دولار	f
نسبة النمو	ن	٦%	r
المدة الزمنية	ز	٣ سنوات	y

$$\text{ح} = \frac{\text{م}}{(1+\text{ن})^{\text{ز}}}$$

$$= \frac{60000}{(1+0.06)^{3}}$$

$$= \$50377$$

$$P = \frac{F}{(1+r)^{y}}$$

$$= \frac{\$60000}{(1+0.06)^{3}}$$

$$= \$50{,}377$$

بناء على هذه النتيجة، نجد أن المبلغ الحاضر (٥٠,٣٧٧ دولاراً) لما سوف يدفعه الصديق بعد ٣ سنوات أكبر من ٥٠ ألف دولار في الوقت الحاضر، ويكون القرار الصحيح الانتظار ٣ سنوات وأخذ مبلغ ٦٠ ألف دولار من الصديق.

تستخدم القيمة الحاضرة للمال في كثير من الحالات وهي مفيدة عند مقارنة عائد مستحق في المستقبل بآخر.

المبلغ المتكرر (السنوية) (Annuity)

ما هي السنوية؟ هي مبلغ معين وثابت يدفع بشكل متكرر من أجل الاستثمار. مثلاً، لو قمت بإيداع مبلغ معين في حسابك كل عام، أو قمت باستثمار مبلغ من المال لصالح أحد أبنائك، أو لنفسك لمرحلة ما بعد التقاعد عن العمل الوظيفي، فإن المبلغ الذي تقوم باستثماره في كل فترة وينمو بنسبة معينة يسمى بالسنوية، أو الأنيوتي. وتباع الأنيوتي عادة من قبل شركات التأمين التي تمنح للمستثمر إما عائداً ثابتاً أو متغيراً لكل فترة محددة من الزمن. هنا نركز فقط على كيفية نمو رأس المال المستثمر بعد انتهاء مدة الأنيوتي.

ماذا لو قمت بادخار مبلغ ١٠ آلاف دولار في نهاية كل عام واستثمرتها مع إحدى شركات الأنيوتي (أو أنك قمت بإيداعها في البنك أو اشتريت بها سندات)، بحيث إن العائد السنوي المتوقع يساوي ١٥%، فكم يكون المبلغ في نهاية السنة العاشرة؟ هذا النوع من الأنيوتي يسمى الأنيوتي العادية (Ordinary Annuity)، نظراً لأن المبلغ يتكرر في نهاية الفترة. وعندما يتكرر المبلغ في بداية

الفترة، تسمى تلك الأنيوتي بالأنيوتي المستحقة (Annuity Due). يبين الجدول ٣-١ كيفية حساب الأنيوتي في هذا المثال بعد مضي عشر سنوات.

ويمكن حساب هذه الأنيوتي كالتالي:

$$Ordinary\ Annuity = AMT \times \frac{(1+r)^n - 1}{r}$$
$$= \$10{,}000 \times \frac{(1.15^{10} - 1)}{0.15}$$
$$= \$203{,}037$$

ولو تم دفع المبلغ في بداية العام، أي في حالة الأنيوتي المستحقة، فتستخدم المعادلة التالية لإيجاد قيمة الأنيوتي في نهاية العام العاشر:

$$Annuity\ Due = AMT \times \frac{(1+r)^{(n+1)} - (1+r)}{r}$$
$$= \$10{,}000 \times \frac{(1.15^{11} - 1.15)}{0.15}$$
$$= \$233{,}493$$

العائد على الاستثمار

من الضروري للمستثمر معرفة كيفية احتساب أداء ما لديه من استثمارات ليتمكن من معرفة جودة أدائه مقارنة بغيره من المستثمرين، وليتمكن من اكتشاف ما إذا كان يسير على الطريق الصحيح لتحقيق أهدافه المالية أم لا.

العائد على الاستثمار لمحفظة ثابتة

كيف نقوم بحساب العائد السنوي لما نملكه من أسهم؟ لنفرض أنك اشتريت أسهم شركة بسعر ٥٠ دولاراً للسهم، وبعد مضي ٥ سنوات أصبح سعر السهم ١٧٠ دولاراً، فكم هو مقدار العائد الذي حققته؟

الجدول ٣-١: كيفية حساب الأنيوتي العادية.

العام	المبلغ في أول العام	نسبة الزيادة	المبلغ في نهاية العام
١	٠	١٥%	٠ + ١٠,٠٠٠
٢	١٠,٠٠٠	١٥%	١١,٥٠٠+١٠,٠٠٠
٣	٢١,٥٠٠	١٥%	٢٤,٧٢٥+١٠,٠٠٠
٤	٣٤,٧٢٥	١٥%	٣٩,٩٣٤+١٠,٠٠٠
٥	٤٩,٩٣٤	١٥%	٥٧,٤٢٩+١٠,٠٠٠
٦	٦٧,٤٢٩	١٥%	٧٧,٥٣٧+١٠,٠٠٠
٧	٨٧,٥٣٧	١٥%	١٠٠,٦٦٨+١٠,٠٠٠
٨	١١٠,٦٦٨	١٥%	١٢٧,٢٦٨+١٠,٠٠٠
٩	١٣٧,٢٦٨	١٥%	١٥٧,٨٥٨+١٠,٠٠٠
١٠	١٦٧,٨٥٨	١٥%	١٩٣,٠٣٧+١٠,٠٠٠
١١	٢٠٣,٠٣٧	-	-

لمعرفة مقدار العائد نستخدم المعادلة التالية:

$$\text{العائد}(\%) = \frac{\text{السعر الحالي - السعر الأصلي}}{\text{السعر الأصلي}} \times 100$$

$$Return(\%) = \frac{current\ \ price - original\ \ price}{original\ \ price} \times 100$$

بهذه الحالة، نجد أن العائد على السهم المذكور يساوي ٢٤٠%، ومعنى ذلك أن السهم حقق عائداً يساوي ضعفي سعره الأصلي، إضافة إلى ٤٠% من السعر الأصلي خلال ٥ سنوات:

$$\text{العائد}\ (\%) = \frac{50 - 170}{50} \times 100$$
$$= 240\%$$

$$\text{Return}(\%) = \frac{170 - 50}{50} \times 100$$
$$= 240\%$$

إلا أن العائد يعرض غالباً كنسبة سنوية، وليس على مدة سنوات كما في هذا المثال. لذا فنحن بحاجة لمعرفة العائد السنوي التراكمي لسعر السهم. فهل نقول بأن نسبة العائد تساوي ٢٤٠% تقسيم ٥ سنوات، أي ٤٨%؟ كلا، لأن هذا هو المعدل الحسابي وليس التراكمي، أي أنه في المعدل كان السهم ينمو بنسبة ٤٨% في كل من السنوات الخمس، أو بزيادة ٢٤ دولاراً (٠,٤٨ ×

٥٠ = ٢٤ دولاراً) في كل عام. لذا فإن المعدل التراكمي يتم بحساب القيمة المستقبلية للمبلغ، كما يلي:

	عربي	القيمة	إنجليزي
المبلغ الحاضر	ح	٥٠ دولاراً	P
المبلغ المستقبلي	م	١٧٠ دولاراً	F
نسبة النمو (العائد)	ن	؟	R
المدة الزمنية	ز	٥ سنوات	Y

والمطلوب هو حل المعادلة التالية (معادلة القيمة المستقبلية) للحصول على نسبة النمو (ن):

$$\text{م} = \text{ح} \times (1 + \text{ن})^{\text{ز}}$$

$$170 = 50 \times (1 + \text{ن})^5$$

$$(1 + \text{ن})^5 = \frac{170}{50}$$

$$= 3.4$$

$$\text{ن} = 27.7\%$$

ونتأكد من ذلك باستبدال قيمة (ن) في المعادلة السابقة ونجد التالي:

$$\text{قيمة السهم} = 50 \times (1 + 0.277)^5$$

$$= 170$$

إذاً نجد أن العائد السنوي التراكمي يساوي ٢٧,٧%، ويمكننا استخدام المعادلة التالية لمعرفة العائد السنوي التراكمي (r):

$$r = \left(\frac{current\ price}{original\ price}\right)^{\frac{1}{y}} - 1$$

في المثال السابق، نقوم بحساب العائد السنوي التراكمي (r) كما يلي:

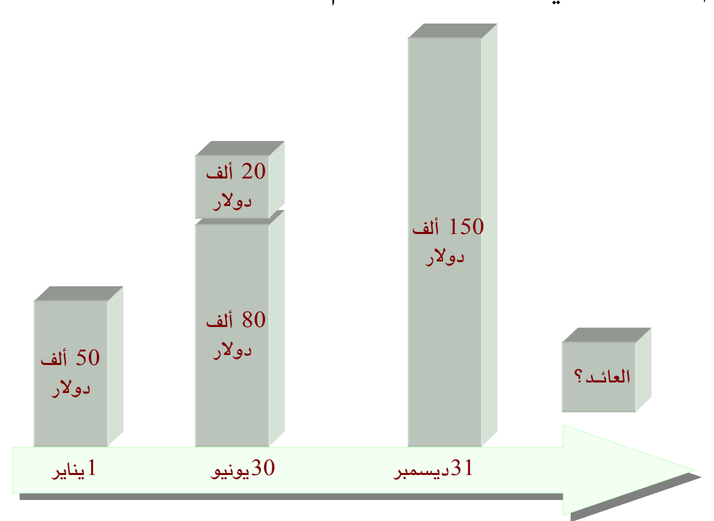
$$r = \left(\frac{170}{50}\right)^{\frac{1}{5}} - 1$$

$$= 27.7\%$$

العائد على الاستثمار لمحفظة متغيرة

كيف نقوم بحساب العائد السنوي لما نملكه من أسهم إذا كنا نقوم بين الحين والآخر ببيع أسهم مختلفة وشرائها؟ بل قد نحصل على أرباح موزعة مقابل ما لدينا من أسهم، ونقوم بسحب مبالغ نقدية وإيداعها من فترة لأخرى؟ هنا يتضح أننا لا نستطيع استخدام معادلة احتساب العائد بالطريقة السابقة، نظراً لأن رأس المال المستثمَر ليس ثابتاً خلال فترة احتساب العائد.

لنفرض أنك استثمرت مبلغ ٥٠ ألف دولار في أسهم مختلفة بتاريخ ١ يناير، ثم نمت هذه الأسهم بنهاية شهر يونيو حتى أصبحت القيمة الإجمالية للمحفظة مبلغ ٨٠ ألف دولار، وعندها قمت بشراء أسهم إضافية بمبلغ ٢٠ ألف دولار. وفي نهاية العام (٣١ ديسمبر) كانت قيمة المحفظة ١٥٠ ألف دولار. فكم هو العائد الذي حققته خلال هذا العام، الشكل ٣-١؟



الشكل ٣-١: حساب العائد لمحفظة متغيرة في حالة إضافة مبلغ ٢٠ ألف دولار في ٣٠ يونيو، وكيفية حساب العائد في نهاية العام.

هل نقول إن العائد (r) يساوي ٢٠٠%؟ ذلك لأن مبلغ ٥٠ ألف دولار نما خلال عام واحد حتى أصبح ١٥٠ ألف دولار؟

$$r = (\frac{150}{50})^{\frac{1}{1}} - 1 = 200\%$$

لكن ذلك غير صحيح على الإطلاق، لأن هناك مبلغاً أضيف في منتصف العام، ولا نعلم مقدار النمو الناتج عن مبلغ الخمسين ألفاً الأصلية، ومقدار النمو للعشرين ألفاً الإضافية! ماذا لو أنك قمت بشراء الأسهم الإضافية في آخر يوم من العام، أي أنك قمت برفع قيمة المحفظة فجأة في نهاية العام؟ هل يكون العائد مجرد الفرق بين القيمة في نهاية العام عن القيمة في أول العام؟ بالطبع لا.

الخطأ في احتساب العائد بهذه الطريقة يعود لعدم أخذ عنصر الزمن بالحسبان، وقيامنا بدمج مال قديم مع مال جديد. الطريقة الصحيحة لاحتساب العائد في المحفظة المتغيرة يجب أن تتم باحتساب قيمة الحصة الواحدة من المحفظة، كما يتضح فيما يلي.

قم بتقسيم ملكية المحفظة إلى عدد من الحصص (أو أسهم): مثلاً، يمكن توزيع المبلغ الأصلي (٥٠ ألف دولار) على ١٠٠٠ حصة، ليكون لدينا في بداية العام ١٠٠٠ حصة، قيمة كل حصة ٥٠ دولاراً.

في نهاية شهر يونيو وقبل شراء الأسهم الإضافية، تكون قيمة كل حصة من المحفظة تساوي ٨٠ دولاراً (٨٠,٠٠٠ دولار / ١٠٠٠ حصة = ٨٠ دولاراً). وبعد شراء الأسهم الإضافية يجب أن تبقى قيمة كل حصة كما هي، أي أن علينا إصدار ٢٥٠ حصة جديدة (٢٠,٠٠٠ / ٨٠ دولاراً = ٢٥٠ حصة)، ليكون العدد الإجمالي للحصص ١٢٥٠ حصة، بقيمة ٨٠ دولاراً لكل حصة، وتصبح القيمة الإجمالية للمحفظة ١٠٠,٠٠٠ دولار. وهذا ما نتوقعه نظراً لأن قيمة المحفظة بنهاية شهر يونيو تساوي ٨٠,٠٠٠ دولار، مضافاً إليها مبلغ ٢٠,٠٠٠ دولار نقداً. ولو فرضنا أن قيمة المحفظة كانت ١٥٠,٠٠٠ دولار في نهاية شهر ديسمبر، فإن قيمة كل حصة تكون ١٢٠ دولاراً (١٥٠,٠٠٠ / ١,٢٥٠ حصة = ١٢٠ دولاراً للحصة الواحدة).

هنا نرى أن المحفظة قد نمت من مبلغ ٥٠,٠٠٠ دولار في بداية العام إلى مبلغ ١٥٠,٠٠٠ دولار في نهايته، أو حققت عائداً يساوي ٢٠٠%. ولكن نرى أن الحصة الواحدة قد نمت من مبلغ ٥٠ دولار في بداية العام، إلى مبلغ ١٢٠ دولاراً في نهايته، أي حققت عائداً يساوي ١٤٠%، وهذا هو العائد الحقيقي لأداء المحفظة.

لاحظ أن هذه مجرد طريقة سريعة وبسيطة لاحتساب العائد على المحفظة المتغيرة، وليست بأفضل الطرق لكونها لا تأخذ عامل الزمن بشكل جيد، حيث لا زلنا لا نعرف من نسبة العائد بحد ذاته (١٤٠%) أي فترات السنة تلك التي كان لها تأثير كبير على العائد. هناك طرق أخرى يستخدم فيها معدل العائد الداخلي (Internal Rate of Return) لحساب العائد بشكل دقيق في حالة المحفظة المتغيرة.

الخلاصة

من أهم المفاهيم في عالم المال والاستثمار القيمة الزمنية للمال وطرق حسابها، ويجب على المستثمر إدراك ما يعنيه ذلك المفهوم، ويجب أن يكون لديه القدرة على احتساب القيمة الحاضرة والمستقبلية لأي مبلغ من المال. وقد يجد القارئ في مفهوم الأنيوتي والطريقة التي تحسب بها فائدة عامة في معرفة طريقة احتساب نمو رأس المال مع مرور الوقت. وكما سنرى لاحقاً فإن هذه الطريقة تفيد كثيراً في عملية تثمين الأسهم.

أخيراً أشار الفصل إلى ضرورة معرفة الطريقة التي يحسب بها العائد على المحفظة، وكيف يستطيع المستثمر مقارنة أدائه بأداء غيره من المحترفين وكذلك بأداء المؤشرات الرئيسية للسوق. راجع دليل المواقع (صفحة ٣٣٠) للاطلاع على بعض المواقع المعنية بالحسابات المالية، مثل حساب القيمة الحاضرة والقيمة المستقبلية.

الحد المعقول للعائد على الاستثمار

نسمع أحيانا من بعض المغامرين في السوق تحقيقهم عوائد تتجاوز ٨٠٪ أو ٩٠٪، فهل هذا ممكن؟ إن بالإمكان تحقيق مثل هذا العائد بين الحين والآخر وذلك من خلال الدخول في عمليات في غاية الخطورة، ومن الصعب جداً بل من المستحيل أن يحقق شخص مثل هذا العائد على سنوات طويلة. بالطبع توجد هناك حالات شاذة كما حصل مع شركة سيسكو وشركة مايكروسوفت في التسعينات ولكن هذه الحالات تبقى شاذة، وتتطلب قدراً كبيراً من الحظ. ماذا لو أنك حققت عائداً بنسبة ٨٥٪ على عشر سنوات من مبلغ ١٠ آلاف دولار، فكم تتوقع أن يكون رأس مالك بعد مضي ١٠ سنوات؟ سوف يصل رأس مالك إلى حوالي ٤,٧٠ مليون دولار! ولو أنك واصلت الأداء نفسه لمدة ٢٠ عاماً، فسوف يتجاوز رأس مالك الألفي مليون دولار! وهنا تتضح القوة التراكمية للعائد وبالوقت نفسه تتضح صعوبة تحقيق العوائد العالية جداً واكتفاء كبار المحترفين عادة بالتغلب على مؤشر [أس آند بي]، الذي يحقق عائداً سنوياً بحدود ١٢٪.

ملخص المعادلات

القيمة المستقبلية:

$$F = P(1+r)^{y}$$

القيمة الحاضرة:

$$P = \frac{F}{(1+r)^{y}}$$

الأنيوتي العادية:

$$Ordinary\ Annuity = AMT \times \frac{(1+r)^{n}-1}{r}$$

الأنيوتي المستحقة:

$$Annuity\ Due = AMT \times \frac{(1+r)^{(n+1)}-(1+r)}{r}$$

العائد البسيط:

$$\text{Return}(\%) = \frac{current\ price\text{-}original\ price}{original\ price} \times 100$$

العائد التراكمي:

$$\text{Return}(\%) = \left(\frac{current\ price}{original\ price}\right)^{\frac{1}{y}} - 1$$

2

الباب الثاني:

أسواق المال ووسطاء السوق

الفصل الرابع

أسواق تداول الأسهم

في هذا الفصل

- ✓ ما المقصود بالسوق المالي وما أنواع الأسواق المالية؟
- ✓ كيف يعمل سوق نيويورك وهل من الضروري على المستثمر معرفة ذلك؟
- ✓ ما هما سعرا العرض والطلب وكيف يتم تحديد السعر من وقت لآخر؟
- ✓ ما هو سوق [نازداك] وكيف يختلف عن سوق نيويورك؟ ومتى يقوم سوق نيويورك بإيقاف التداول منعاً لتدهور الأسعار؟
- ✓ هل بالإمكان البيع والشراء بين سعري العرض والطلب؟

سوق المال هو مكان يتم فيه التقاء البائع والمشتري معاً، وعن طريقه يحصل المشتري على أصل ما (كالأسهم والسندات وغيرها) ويحصل البائع على مبلغ من المال مقابل تسليم الأصل للمشتري. فيما يلي سنتعرف على طبيعة أسواق المال وكيفية عملها ودورها في التنمية الاقتصادية، ونسلّط الضوء على اثنين من أشهر أسواق المال المختصة بتداول الأسهم وغيرها من الوسائل المالية في الولايات المتحدة.

الشركات ودورها في التنمية الاقتصادية

الشركة التجارية عبارة عن كيان اقتصادي يقوم بتقديم المنتجات والخدمات ويتقاضى مقابل ذلك مبلغاً من المال لتغطية النفقات اللازمة للإنتاج، ومن ثم استخدام الفائض في المزيد من التنمية والتطوير. وتقوم الشركات بتوزيع ما يتبقى من العائد المالي (أي ما يزيد عن حاجتها) على من يملك حصة في الشركة وذلك على شكل أرباح فصلية أو سنوية. وهنا تجدر الإشارة إلى نقطة هامة، وهي أن الشركة النامية من المستحسن ألاّ توزع أرباحاً على المساهمين، حيث إن توزيع

الشركة لأرباحها قد يدل على عدم وجود مشاريع جديدة لدى الشركة وعدم وجود مشاريع تطويرية لمنتجاتها وخدماتها.

وتعتمد الشركات المساهمة بشكل خاص على سوق المال للحصول على ما تحتاجه من أموال تساعدها في النمو والازدهار، بل إنها تحتاج لسوق المال قبل ولادتها عن طريق الطرح الأولي للأسهم أو الاكتتاب من أجل أن تظهر إلى الوجود.

إذاً سوق المال هو كيان اقتصادي يتم فيه التقاء البائع والمشتري لإجراء الصفقات المالية التي تحقق الفائدة لكلا الطرفين. فنجد المستثمر الصغير أو الكبير قد قدم إلى السوق وبحوزته مبلغ من المال يود أن يقرضه (أو يموله) لطرف آخر، وهذا المال تجمع لديه نتيجة زيادة موارده المالية عن حاجته، فادخر مبلغاً من المال ويود أن يستثمره بشكل جيد كي يحقق له أرباحاً مستقبلية. وبالنسبة للمشتري فهو كيان اقتصادي آخر كالشركات والبنوك وغيرها قد قدم إلى السوق بحثاً عن مبلغ من المال يحتاجه في تطوير منتجاته وخدماته أو لإقراضها لمستثمرين ومستهلكين آخرين. أو قد يكون المشتري جهة حكومية قدمت إلى السوق بحثاً عن المال لاستخدامه في التنمية الاقتصادية للبلد أو سداد ما عليها من ديون. على سبيل المثال تم تمويل مشروع حفر قناة السويس على شكل سندات أصدرتها الحكومة المصرية لمستثمرين أجانب من دول أوروبية، وبذلك حصلت الحكومة على المال اللازم وحصل المستثمرون على فوائد سنوية مقابل ما تم دفعه من مال.

ولكي يحصل المقترض على المال المطلوب عليه أن يقدم بالمقابل شيئاً ما للمستثمر صاحب المال. فنجد أن البنوك تقدم فائدة نقدية مقابل الحصول على مال المستثمر، الذي يحصل بدوره على شهادة إيداع (Certificate of Deposit) تعده بإرجاع رأس ماله لاحقاً إضافة إلى الفائدة المستحقة. كذلك تقوم الجهات الحكومية بتقديم فائدة نقدية للمستثمر مقابل حصولها على المال ويحصل هو بدوره على سندات حكومية (Government Bonds) أو أذونات خزينة (Treasury Bills)، وبالنسبة للشركات فقد تلجأ إلى منح المستثمر ما يعرف بالسندات المؤسسية (Corporate Bonds) بمعدل فائدة محدد، أو قد تلجأ إلى منح المستثمر حصة من ملكيتها على شكل أسهم ملكية في الشركة. بأي حال من الأحوال وبغض النظر عن البائع والمشتري لابد أن يكون هناك تعويض مالي أو مادي مقابل أي عملية تجارية تقوم بين جهتين أو شخصين، وهذا هو الأساس الذي يقوم عليه النظام الرأسمالي.

إن عملية تقسيم ملكية الشركة إلى عدد من الحصص أو الأسهم هي القاعدة التي يقوم عليها سوق الأسهم في أي مكان في العالم، وإن ما يتم تداوله يومياً في أسواق الأسهم في العالم هو تلك الحصص أو الأسهم التي يملكها المستثمرون في هذه الشركات. ونجد أن بعض الشركات الكبيرة قد يصل عدد أسهمها المملوكة من قبل المستثمرين إلى ما فوق خمسة بلايين سهم، كشركتي [مايكروسوفت] و [جنرال إلكتريك]، وعلى العكس نجد هناك شركات صغيرة لا يتجاوز عدد أسهمها

المليون سهم. وتختلف أسعار الأسهم من بضع سنتات إلى آلاف الدولارات للسهم الواحد، كما هو الحال بالنسبة لشركة [بركشاير هاثاواي] (Berkshire Hathaway) والتي تجاوز سعر سهمها ٩٥ ألف دولار في عام ٢٠٠٤م – انظر صفحة ١٥٠ للمزيد عن هذه الشركة. وبسبب تعدد أدوات الاستثمار تتعدد أسواق الأموال، فنجد أن هناك أسواقاً مخصصة للطرح الأولي للأسهم (Primary Markets) وذلك عن طريق بنوك الاستثمار والسماسرة المختصين في هذا المجال. وهناك سوق الأسهم المتعارف عليه كسوق نيويورك الشهير (NYSE) والسوق الأمريكي للأسهم (AMEX) وسوق [نازداك] (NASDAQ) وغيرها من الأسواق الإقليمية المنتشرة في الولايات المتحدة، والتي تعرف جميعها بالأسواق الثانوية (Secondary Markets) لكون الأسهم التي تباع وتشترى من خلالها قد تم طرحها سابقاً في السوق الأولي. إلى جانب ذلك نجد هناك أسواقاً أخرى كأسواق النقد التي يتم من خلالها تمويل الشركات بواسطة الاقتراض من البنوك المتخصصة في هذه العمليات.

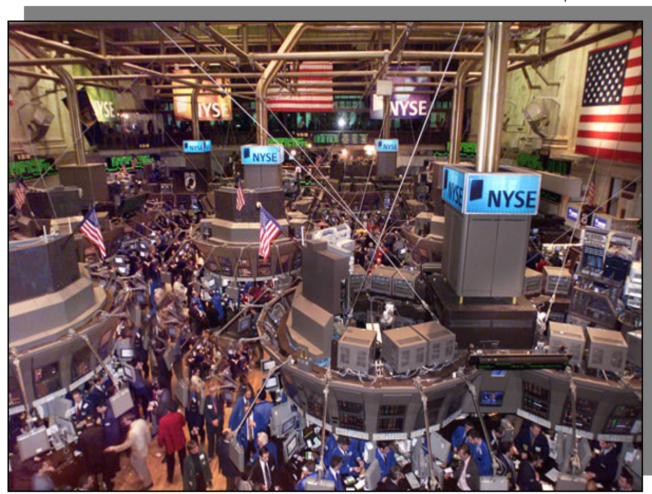
وبالإمكان تقسيم الأسواق المالية إلى أسواق آنية أو عينية، حيث تتم عملية استلام الأصل مباشرة كما يحدث في سوق الأسهم، وأسواق مستقبلية (أو آجلة)، والتي يتم تسليم الأصول فيها في وقت محدد في المستقبل، كما سنرى لاحقاً. وسوف نستعرض بشكل مفصل اثنين من أهم الأسواق المالية في العالم : سوق نيويورك للأسهم وسوق [نازداك] للأسهم، ونشير هنا إلى ضرورة معرفة طبيعة هذه الأسواق وكيفية عملها، بل من الواجب على المستثمر في الأسواق الأمريكية التأكد من الفهم الصحيح لعملية البيع والشراء التي تتم داخل الأسواق المالية قبل البدء بالاستثمار. ومن المؤسف أن نجد هناك الكثير من المستثمرين الذين أمضوا سنوات طويلة في التعامل في الأسواق المالية يجهلون تماماً آلية البيع والشراء التي تتم داخل الأسواق، ونتيجة ذلك يقعون في أخطاء كثيرة عند البيع والشراء نتيجة جهلهم بهذه الآلية.

سوق نيويورك للأسهم

يعتبر عام ١٧٩٢م البداية الحقيقية لسوق نيويورك (New York Stock Exchange) والذي فيه بدأ المستثمرون ببيع الأسهم وشرائها لأول مرة في الولايات المتحدة. واستمر هذا السوق بالتطور إلى أن سُجل رسمياً في عام ١٩٣٤م، ومن ثم أصبح منظمة غير ربحية في عام ١٩٧١م، وقد بلغت إيراداته في عام ١٩٩٩م ٧٣٥ مليون دولار وتجاوزت أرباحه ٧٥ مليون دولار، أي أن صافي الربح لديه يساوي حوالي ١٠% من الإيرادات ويعد ذلك جيداً.

عند الدخول في سوق نيويورك للأسهم والذي يستقبل الزوار في كل يوم من أيام التداول سوف يفاجأ الزائر بما سيشاهده من فوضى وصراخ في قاعته الكبيرة التي يوجد بها بشكل يومي حوالي ثلاثة آلاف شخص من العاملين في السوق، الشكل ٤-١. وعند التمعن في طبيعة هذا السوق لا

نجده غامضاً بهذا الشكل، فهو يحتوي على ١٣٦٦ مقعداً، بواقع مقعد واحد لكل عضو مسجل في السوق، وهذا الرقم ثابت ونادراً ما يتغير. وبالرغم من أن العاملين في السوق يبدون واقفين دوماً إلا أن عضويتهم هذه يطلق عليها مقعداً. ويختلف سعر المقعد من عام لعام حسب العرض والطلب، إلا أنه بلغ حوالي ٢,٥ مليون دولار في عام ٢٠٠٢م، وفي عام ٢٠٠٤م كان حوالي ١ مليون دولار فقط، وعاد مؤخراً في نوفمبر ٢٠٠٥م ليصل إلى أعلى سعر له بلغ ٣,٥ مليون دولار! وسعر المقعد له دلالة على حركة الأسهم وإقبال الوسطاء والمتعاملين عليها، فكلما زاد السعر دل على إقبال كبير قائم أو قادم.



الشكل ٤-١: صالة التداول الرئيسية في سوق نيويورك للأسهم، وتبدو خانات التداول التي يعمل فيها الأخصائيون.

معظم الأشخاص الذين تراهم في صالة التداول هم سماسرة تابعون لأعضاء السوق أو أنهم سماسرة مستقلون يتعاملون مع هؤلاء الأعضاء. ولكل سهم يتم تداوله في سوق نيويورك هناك شخص واحد يطلق عليه الأخصائي (Specialist)، ويتواجد هذا الشخص في مكان يطلق عليه خانة التداول (Trading Post)، فيه يقوم الأخصائي بمتابعة الأسهم لعدة شركات في وقت واحد.

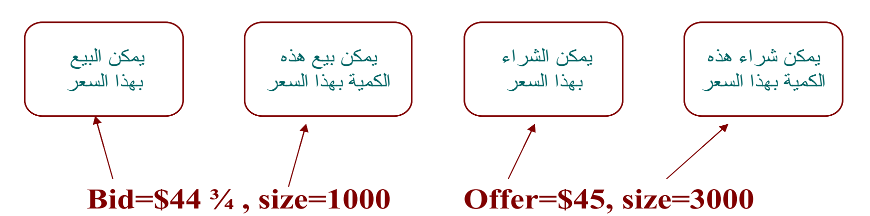
ويوجد حوالي ٦٠٠ أخصائي يعملون لصالح ٢٢ شركة متخصصة في هذا المجال ومسجلة رسمياً في سوق نيويورك، يتمثل دورهم بتسهيل عملية البيع والشراء وإضفاء الاستقرار والاستمرارية لعملية التداول، حيث يقومون بمد السوق بالسيولة اللازمة لإنجاح عمليات تداول الأسهم الواقعة تحت اختصاصهم. فتجد الأخصائي أحياناً يتدخل بنفسه ويبيع ويشتري ليضمن ثبات أسعار الأسهم ومدها بالسيولة اللازمة حتى وإن كانت الأسعار في توجه غير مشجع. ولكنه غالباً لا يتدخل بشكل كبير في عمليات البيع والشراء حيث تقدر مشاركته بحوالي ١٠% من التداول اليومي، ويعود ذلك

لحجم السوق الكبير، حيث يوجد هناك آلاف البائعين والمشترين، الأمر الذي يجعل من قوى السوق الطبيعية المحدد الرئيسي للأسعار وضمان استمرارية السوق.

هنا تجدر الإشارة إلى أن معظم الأسواق العربية لا يوجد فيها أخصائيون يعملون بهذا الشكل، ولا حتى صنّاع سوق Market Makers كما سنرى في سوق [نازداك]. ويطلق بعض الناس على كبار المستثمرين والمضاربين مسمى صانع سوق وهذا خطأ، حيث إن صانع السوق أو الأخصائي هو شخص مرخص لهذا العمل ويلتزم بشروط وضوابط عديدة الهدف منها مد السوق بالمرونة والسيولة اللازمة في أي وقت من الأوقات. فنجد أن صانع السوق ملزم نظاماً بالشراء عندما يكون هناك من يود البيع، وملزم بالبيع عندما يكون هناك من يود الشراء، وبالمقابل لا يقوم صانع السوق بدفع عمولة على العمليات التي يقوم بها.

قراءة سعري العرض والطلب

لقراءة سعر السهم بشكل صحيح انظر الشكل ٤-٢ الذي يوضح مفهوم العرض والطلب من وجهة نظر المستثمر، حيث نرى هنا أن السعر الذي يمكن للمستثمر أن يشتري به الأسهم هو ٤٥ دولاراً (سعر العرض)[1] وأن السعر الذي يمكنه البيع به هو ٤٤,٧٥ دولار (سعر الطلب).



الشكل ٤-٢: من وجهة نظر المستثمر، يمكن شراء وبيع كمية معينة بسعر معين.

يبين الشكل ٤-٣ كيفية عمل قائمتي العرض والطلب، حيث نرى في الجهة اليسرى طابور أوامر الشراء، ونسميها جهة الطلب (أي طلب شراء السهم). وفي الجهة اليمنى نرى قائمة أوامر البيع، ونسميها جهة العرض (أي عرض السهم للبيع). ويتكون أمر الشراء من سعر معين وكمية معينة بحيث يوضع أعلى سعر في أعلى القائمة، ويسمى أفضل طلب. ويتكون أمر البيع من سعر معين وكمية معينة بحيث يوضع أقل سعر في أعلى القائمة، ويسمى أفضل عرض.

---

[1] تستخدم أحياناً كلمة Ask لتعني سعر العرض، بدلاً من كلمة Offer، ولكن لتجنب التباس الاسم باللغة العربية حيث إن كلمة Ask تعني يطلب أو طلب وهذا يعكس المعنى المراد هنا. لذا فسوف نستخدم كلمة Offer والتي تعني يعرض أو عرض بدلاً من كلمة Ask، ونستخدم كلمة Bid، لتعني الطلب.

لاحظ أن الوضع الحالي يشير إلى أن هناك من يود شراء ٢٠٠ سهم بسعر ١٢,٧٤ دولار، وهناك من يود بيع ٧٠٠ سهم بسعر ١٢,٧٧ دولار، فنقول أن الفارق (Spread) بين أفضل طلب وأفضل عرض يساوي في هذه الحالة ٣ سنتات. وبذلك لا يوجد حالياً اتفاق على السعر، ولن تحدث أي صفقة حتى يأتي أمر جديد للشراء بسعر ١٢,٧٧ دولار أو أمر آخر للبيع بسعر ١٢,٧٤ دولار. وعندما نتحدث عن طبيعة أوامر البيع والشراء وأنواعها (الفصل السابع) سوف نرى أن الأمر بسعر السوق يعني شراء السهم أو بيعه حسب السعر المتاح في القائمة، وأن الأمر المحدد هو الأمر الذي يدخل في القائمة ويتنافس مع بقية الأوامر. على سبيل المثال، لو جاء إلى السوق أمر شراء لعدد ٧٠٠ سهم بسعر السوق، فسوف ينفذ الأمر بسعر ١٢,٧٧ دولار، ولو كان هناك أمر بيع بسعر السوق لعدد ٢٠٠ سهم فسوف تباع هذه الأسهم بسعر ١٢,٧٤ دولار.

العرض Ask

الكمية	السعر
700	12.77
3000	12.79
300	12.83
1000	12.97
2500	13.05
100	13.15
245	13.20

آخر سعر

12.76

2500

الطلب Bid

الكمية	السعر
200	12.74
1200	12.73
100	12.71
4000	12.68
1000	12.55
950	12.02
450	11.99

الشكل ٤-٣: من يود الشراء يتجه إلى صف الطلب، ومن يود البيع يتجه إلى صف العرض، هنا نجد سعر الشراء بسعر السوق ١٢,٧٧ دولار، وسعر البيع بسعر السوق ١٢,٧٤ دولار.

وجميع هذه الأوامر مشروطة السعر ولكنها ليست مشروطة الكمية، بمعنى أن الذي يود البيع أو الشراء لا يشترط كمية محددة لا يتم البيع أو الشراء إلا بها، بل قد يطلب شخص شراء ١٠٠٠ سهم بسعر ١٢,٧٧ ولا يحصل إلا على ٧٠٠ فقط منها. ولو أن الشخص طلب شراء ١٠٠٠ سهم بسعر ١٢,٧٨ واشترط شراء الكمية كاملة أو عدم الشراء، فلن يتم تنفيذ أي جزء من الأمر، في هذا المثال، بالرغم من وجود من يود البيع بسعر أقل (١٢,٧٧ دولار)، ولكن بكمية لا تكفي لهذا الأمر.

مراجعة

حاول أن تجيب عن الأسئلة التالية بالرجوع للمثال السابق (الشكل ٤-٣) قبل النظر إلى الجواب أدناه.

١. ماذا يحدث لو أردت شراء ٥٠٠ سهم بسعر ١٢,٧٧ دولار؟

الجواب: يتم بيع ٥٠٠ سهم لصالحك ويتغير الجانب الأيمن بحيث تكون الكمية التي في أعلى القائمة ٢٠٠ سهم، ويبقى السعر كما هو، حيث لا يزال هناك ٢٠٠ سهم للبيع بالسعر نفسه.

٢. ماذا يحدث لو أردت شراء ٥٠٠ سهم بسعر ١٢,٦٧ دولار؟

الجواب: سوف يوضع الأمر في الجهة اليسرى ويأتي تحت الأمر ١٢,٦٨.

٣. ماذا يحدث لو أردت شراء ٣٠٠ سهم بسعر ١٢,٧٥ دولار؟

الجواب: سوف يوضع الأمر في الجهة اليسرى ويكون في أعلى القائمة لكونه أفضل سعر للطلب.

٤. ماذا يحدث لو أردت بيع ٥٠٠ سهم بسعر ١٢,٧٤ دولار؟

الجواب: سوف ينفذ بيع ٢٠٠ سهم لصالحك بسعر ١٢,٧٤، ويوضع أمر بيع خاص بك في أعلى الجهة اليمنى بمقدار ٣٠٠ سهم بسعر ١٢,٧٤ دولار، ويأتي في أعلى الجهة اليسرى أمر الشراء (١٢٠٠ ١٢,٧٣).

٥. ماذا يحدث لو أردت بيع ١٠٠ سهم بسعر ١٢,٧١ دولار؟

الجواب: هل يتم شراء ١٠٠ سهم منك بسعر ١٢,٧١ دولار أم بسعر ١٢,٧٤ دولار؟ الذي يحصل في الواقع هو أن تباع الأسهم حسب الأسعار الموجودة في السوق وليس حسب السعر الخاطئ الذي أدخلته، أو بمعنى آخر يتحول الأمر إلى أمر بيع بسعر السوق، فيباع بسعر ١٢,٧٤ دولار.

التداول في سوق نيويورك

في الطريقة التقليدية المتبعة في سوق نيويورك، وعند وصول أوامر البيع والشراء إلى السوق يقوم ممثل الوسيط بأخذ الأمر من الطابعة والاتجاه إلى خانة التداول الخاصة بالشركة المعنية، ومن ثم يقوم بالاستفسار من الأخصائي عن السعر الحالي للسهم، وعادة تكون هناك شاشة إلكترونية إلى الأعلى من خانة التداول توضح السعر الحالي لكل سهم يتم تداوله في هذه الخانة، ولكن ممثلي الوسطاء والأخصائيين غالباً يصيحون بصوت عالٍ للفت أنظار الحضور والبحث عمن لديه سعر أفضل من السعر الحالي. يطلق على خاصية اكتشاف السعر بهذه الطريقة بنظام النداء المفتوح (Open Outcry System)، وتعتبر الطريقة المثالية للحصول على أفضل سعر.

وبعد إنهاء كل صفقة يقوم كل من الأخصائي ووسيط البائع ووسيط المشتري بإدخال تفاصيل الصفقة بالحاسب الآلي الخاص بكل منهما لتكون النتيجة كالتالي:

١. **يظهر في حساب البائع إشارة لكونه قد باع عدداً من الأسهم بالسعر الذي تمت به الصفقة، ويتم تحصيل المبلغ لصالحه خلال ثلاثة أيام حسب النظام (راجع الصفحة ٩٧ لمعرفة كيفية عمل الحساب النقدي وحساب الهامش)، ومن المتوقع أن يتم تقليص هذه المدة إلى يوم واحد.**
٢. **يظهر في حساب المشتري إشارة لكونه قد اشترى عدداً من الأسهم بالسعر الذي تمت به الصفقة وعليه تسديد المبلغ خلال ثلاثة أيام.**
٣. **يقوم الأخصائي بتحديث شريط تداول الأسهم الذي يظهر على شاشات البورصات في أنحاء العالم مشيراً إلى تداول العدد والكمية التي تمت بهما الصفقة، والتي تعرف بآخر سعر أو** Last Price.

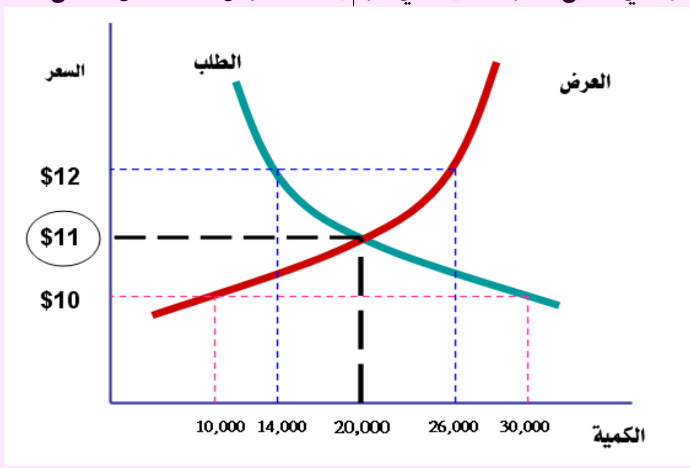
وبالرغم من أن سوق نيويورك يستخدم نظاماً آلياً عن طريقه يتم إيصال الأمر إلى الأخصائي بدون التدخل من قبل ممثل الوسيط، إلا أن الطريقة اليدوية لا زالت تمارس في سوق نيويورك، خصوصاً عندما يكون عدد الأسهم كبيراً.

ماذا لو كان أمر البيع والشراء جاء بسعر بعيد عن السعر الحالي؟ أي ماذا يتم عندما يكون السعر الحالي ٥٢ دولاراً ويكون طلب العميل للشراء بسعر ٢٠ دولاراً؟ هل يقوم السمسار بالاحتفاظ بالأمر حتى يصبح السعر ٢٠ دولاراً؟ إن ما يحصل هو أن يقوم الأخصائي عن طريق الحاسب الآلي بمتابعة هذا النوع من الأوامر ويقوم بتنفيذها حالما يتوافق السعر الحالي مع السعر المحدد في الأمر. سوف نتحدث في الفصل السابع (صفحة ١١٣) بشكل مفصل عن طبيعة أوامر التداول وكيفية عملها.

مفهوم العرض والطلب

عند النظر إلى سعر أي سلعة من السلع، سواءً كانت أسهماً أو غيرها، نجد في مقابل كل سعر هناك كمية معينة من السلعة يمكن أن تباع بذلك السعر (الكمية المعروضة). وإن كان السعر عالياً نسبياً فنتوقع أن تزداد الكمية المعروضة من هذه السلعة. و في مقابل ذلك السعر هناك كمية معينة يمكن أن تشترى بهذا السعر (الكمية المطلوبة)، والتي تزداد إن كان السعر متدنياً نسبياً. وسعر التوازن هو ذلك السعر الذي من خلاله يمكن تنفيذ أكبر كمية بيع وشراء، وهذا المفهوم هو مايعرف بعلم الاقتصاد بنظرية العرض والطلب، والتي تنطبق على جميع أنواع السلع والخدمات في الاقتصاد الرأسمالي، بما في ذلك أسعار الأسهم. إلا أنه من الممكن في أي وقت من الأوقات أن يكون سعر السلعة أعلى من سعر التوازن أو أقل منه، ولكن ذلك لا يدوم طويلاً، إذ لا بد للسعر أن يعود إلى سعر التوازن.

يمكن تطبيق مفهوم العرض والطلب على أسعار الأسهم وذلك بدراسة الطريقة التي يتم فيها تحديد سعر السهم في الأسواق التي تستعمل طريقة النداء المفتوح، أو كما يحدث دائماً قبل افتتاح السوق في جميع الأسواق. فيما يلي نقوم بدراسة العرض والطلب قبل الافتتاح.



نجد في الشكل أعلاه أن منحنى الطلب يرمز لكمية الأسهم المطلوبة للشراء من قبل المتعاملين، ونجده يميل إلى الأسفل لأن الكمية المطلوبة تقل عند الأسعار المرتفعة وتزداد عند الأسعار المنخفضة (طبيعي أن يوجد هناك من يود شراء كميات كبيرة من الأسهم بسعر منخفض، وألاّ يوجد من يود شراء أسهم كثيرة بسعر عالٍ). ومنحنى العرض يرمز لكمية الأسهم المعروضة للبيع من قبل المتعاملين، وبشكل عام نقول أن الكمية المعروضة تزداد عند الأسعار المرتفعة وتقل عند الأسعار المنخفضة. ومرة أخرى نجد أنه طبيعي أن يوجد هناك من يود بيع كميات كبيرة من الأسهم بسعر عالٍ، وألاّ يوجد من يود بيع أسهم كثيرة بسعر منخفض. من هذا المثال نرى أن هناك ١٤ ألف سهم مطلوبة للشراء بسعر ١٢ دولاراً، مقابل ٢٦ ألف سهم معروضة للبيع بالسعر نفسه، مما يعني أن هذا السعر ليس بسعر توازن، أو أنه ليس بالسعر العادل. كذلك نجد أن هناك من يود شراء ٣٠ ألف سهم بسعر ١٠ دولارات، مقابل فقط ١٠ آلاف سهم معروضة للبيع بهذا السعر. ومرة أخرى لا يعتبر هذا السعر سعر توازن، فنجد أن الأخصائي في سوق نيويورك، أو جهاز الكمبيوتر في [نازداك]، يقوم بالبحث عن السعر الأفضل، والذي يجده في هذه الحالة عند ١١ دولار، حيث تتساوى الكمية المطلوبة والكمية المعروضة، أو تكونان متقاربتين. إذاً يتم إفتتاح السوق لهذا السهم عند ١١ دولار ويتم تنفيذ أكبر كمية ممكنة عند هذا السعر.

عمق السوق

إن الكمية المعروضة والكمية المطلوبة لهما دلالة مهمة على عمق السوق، أو ما يعرف بـ (Market Depth)، والذي يعطي انطباعاً عن الكمية المتداولة بالسعر الحالي. فلو كانت الكمية المعروضة ١٠٠٠ سهم بسعر ١٢ دولاراً وأراد أحد شراء ١٠ ألاف سهم بسعر السوق فلن يحصل على كامل الكمية بسعر ١٢ دولار لعدم توفر الكمية اللازمة، ونقول في هذه الحالة إن السوق ضحلة. بهذه الحالة يتم شراء ١٠٠٠ سهم بسعر ١٢ دولاراً، ويتم شراء باقي الكمية حسب الأسعار الظاهرة في القائمة. هنا تكمن أهمية أن تكون السوق عميقة ليتمكن المستثمر والمضارب من الحصول على جميع ما يحتاجه من أسهم بسعر معقول.

ملاحظة

هناك قانون سارٍ في الأسواق الأمريكية مفاده أن من الضروري على الأخصائيين وصنّاع السوق الالتزام بكمية معينة مقابل أي سعر للعرض والطلب، وهذه الكمية أقل من ١٠٠٠ سهم، وغالباً تكون ١٠٠ سهم فقط. فعند وجود عرض من صانع السوق أو من خلال الأخصائي في سوق نيويورك أو غيرها من الأسواق بسعر ٣٥ دولاراً فإن هذا يعني أن هناك على الأقل ١٠٠ سهم جاهزة للبيع بهذا السعر (بعد قليل نتحدث عن ضوابط عمل صنّاع السوق).

لاحظ كذلك أن الحصول على الأسهم بالسعر الحالي قد لا يكون ممكناً على الإطلاق، ذلك لوجود فترة من الزمن (طويلة نسبياً) بين وقت إدخال الأمر ووصوله إلى السوق، ومن الممكن خصوصاً في حالة الأسهم النشطة، أن يتم تنفيذ طلب أمر آخر بالسعر الحالي خلال هذه الفترة من الوقت، وظهور سعر جديد قد يكون أفضل من السعر السابق أو أسوأ منه، ويكون هو السعر الممكن الشراء به. وفي حالة الأسهم ضعيفة التداول فإن النتيجة قد تأتي مؤلمة وموجعة للمشتري، حيث قد يتم شراء بقية الأسهم بأسعار مرتفعة.

تداول القطع الكبيرة

بالنسبة لكبار المستثمرين من مؤسسات مالية وكبار مديري رؤوس الأموال يكون عادة لديهم أوامر شراء أو بيع على شكل قطع كبيرة (Block Trades) بعدد أسهم تزيد عن ١٠ آلاف سهم أو أكثر بكثير. هنا قد لا يكون من الممكن البيع والشراء بالطريقة العادية نظراً لضخامة الكمية والتي قد تتسبب في إخلال السعر والإضرار بمصلحة البائع أو المشتري نفسه. في مثل هذه الحالة، قد يقوم السمسار بإجراء اتفاقية مع الأخصائي للحصول على الكمية اللازمة بسعر معين، وقد يوافق الأخصائي على تنفيذها من حسابه الخاص إن لم يجد من يرغب تداولها بذلك السعر. وعند تنفيذ هذا النوع من الأوامر يقوم الأخصائي بتسجيل العملية وبثها على أشرطة الأسعار، والتي تظهر عادة على أنها أسهم تم تمريرها عن طريق الأخصائي (Crossed Shares).

وفي السنوات القليلة الماضية أصبح من الممكن حتى للمستثمر الصغير أن يوجه أمره لصانع السوق أو الأخصائي مباشرة لإتمام العملية، وتعرف هذه الخاصية بطريقة السوق المباشر Direct Market. فمن خلال موقع الوسيط على الإنترنت يستطيع الشخص أن يعرض أسهماً أو يطلبها من صانع سوق معين، يحدده بالرمز الخاص بصانع السوق.

التغيير إلى الكسور العشرية

بدأ كل من سوق نيويورك والسوق الأمريكي في ٢٠٠٠/٨/٢٨م بتغيير طريقة عرض أسعار الأسهم (سعري العرض والطلب وآخر سعر وما إلى ذلك) من كسور بسط ومقام إلى كسور عشرية، فالسعر ٤/١ يظهر كالرقم (٠,٢٥) والسعر ٨/٥ يظهر كالرقم (٠,٦٢٥)، وبدأ سوق [نازداك] بعد ذلك استعمال طريقة الكسور العشرية في أبريل ٢٠٠١م. إن الاختلاف الشكلي في هذا التغيير هو اختلاف طريقة عرض الأسعار وظهور أسعار جديدة لم تكن ممكنة فيما قبل، حيث يمكن على سبيل المثال أن يكون سعر العرض أو الطلب ١٥,١٣ أو ٩٩,٩٩، والهدف المنشود من ذلك هو أن يتقلص فارق السعر بين العرض والطلب، والذي تشير بعض الأبحاث إلى أنه يساوي في المعدل حوالي ١٠ سنتات في سوق نيويورك، وأكثر من ذلك بكثير في سوق [نازداك]، قبل التغيير إلى الكسور العشرية.

ولقد تبين بالفعل فائدة هذا التغيير في تقليص فارق السعر بين العرض والطلب إلى سنت واحد في معظم الشركات.

إجراءات الحد من التداول لمنع تدهور السوق

مع انتشار الحاسب الآلي لدى المحترفين في الأسواق المالية ظهر ما يعرف بالتداول المبرمج (Program Trading) وهي طريقة يتم فيها برمجة الحاسب الآلي للبيع والشراء في أوقات معينة حسب حالة السوق ووضع الشركات المعنية في هذا التداول. فقد يقوم أحد المحترفين بتلقين الحاسب الآلي لبيع ما لديه من أسهم في حالة هبوط مؤشر [داو جونز] (Dow Jones Industrials Average) إلى حد معين (راجع الصفحة ٢١٣ لمعرفة هذا المؤشر)، أو عندما يهبط سعر سهم شركة معينة، أو نتيجة تغيرات معينة في أي من المؤشرات الأخرى. وعندما يقوم عدد كبير من المستثمرين المحترفين بانتهاج هذه الطريقة الإلكترونية يحدث هناك تسارع شديد في هبوط الأسهم، الأمر الذي يسبب إرباكاً لدى عامة المستثمرين، والذين بدورهم يسارعون ببيع ما لديهم من أسهم خوفاً من الوقوع في خسائر فادحة، وتكون النتيجة هبوطاً كبيراً في الأسعار قد يصل إلى انهيار تام. ويعتقد بعض الخبراء أن كارثة سوق الأسهم في أكتوبر عام ١٩٨٧م نتجت بشكل كبير بسبب التداول المبرمج (للمزيد عن هذه الكارثة راجع الصفحة ٤٣٨).

يقوم سوق نيويورك حالياً بالتدخل في التداول الإلكتروني عن طريق إيقاف التداول في حالة سقوط مؤشر [داو جونز] أو ارتفاعه لأكثر من ١٨٠ نقطة، ويقوم بإيقاف التداول بالكامل لمدة ساعة في حال سقوط مؤشر [داو جونز] بنسبة ١٠% أو أكثر، ويوقف التداول لمدة يوم كامل عند سقوط المؤشر بنسبة ٣٠% أو أكثر.

سوق [نازداك] للأسهم

بدأ سوق [نازداك] (NASDAQ، National Association of Securities Dealers Automated Quote) ، أعماله في عام ١٩٧١م كوسيلة لتنظيم تداول أسهم الشركات الكثيرة التي لم تحظ بفرص التسجيل في سوق نيويورك الشهير، حيث كانت أسهم هذه الشركات تباع وتشترى عن طريق صنّاع السوق فيما يعرف بسوق من على الكاونتر (Over-the-counter)، كون الأسهم كانت تباع وتشترى مناولة من على كاونتر (طاولة). وعند إنشاء سوق NASDAQ للتداول الإلكتروني والذي تتولاه الجمعية الوطنية لبائعي الأسهم (NASD)، أصبح هذا السوق بلا كاونتر، بل إن هذا السوق لا يوجد بشكل كيان عمراني على الإطلاق كما هو الحال في سوق نيويورك.



سوق [نازداك] هو عبارة عن عدد كبير من صنّاع السوق (Market Makers) الذين هم سماسرة ووكلاء بنوك استثمار وغيرهم من المهنيين العاملين في الأسواق المالية والمتواجدين في أماكن مختلفة حول الولايات المتحدة. ويتجاوز عدد صنّاع السوق في سوق [نازداك] الخمسمائة، ويستخدمون أجهزة الحاسب الآلي للارتباط بشبكة تداول الأسهم الخاصة بجمعية NASD، والتي من خلالها يتم عرض أسعار الأسهم وإتمام عمليات البيع والشراء. وتوجد هذه الحاسبات الرئيسية لسوق [نازداك] في ولاية كوناتيكات (Trumbull, CT) وتوجد لها أجهزة رديفة (Backup) في ولاية ماريلاند (Rockville, MD).

العرض والطلب في [نازداك] ودور صنّاع السوق

يضم هذا السوق المترامي الأطراف أسهم نحو ٥٠٠٠ شركة، وهو بذلك أكبر من سوق نيويورك من حيث عدد الشركات وأقل منه بالنسبة للقيمة السوقية (Market Capitalization). ولكل سهم

يوجد العديد من صنّاع السوق قد يصل إلى أكثر من مائتي صانع سوق لبعض الشركات الكبيرة، كشركة Intel [إنتل] وشركة Cisco [سيسكو]، ويزداد وينقص هذا العدد حسب الإقبال على الشركة من عدمه. فقد يكون العدد كبيراً في الأيام القليلة التي تعقب الطرح الأولي لأسهم بعض الشركات، ويتناقص في حال هبوط سعر الشركة وابتعاد المستثمرين عنها. وحسب قانون [نازداك] يجب أن يكون هناك على الأقل اثنان من صنّاع السوق لكل سهم، وتشير بعض الدراسات إلى أن متوسط عدد صنّاع السوق يتراوح ما بين اثنين إلى عشرة.

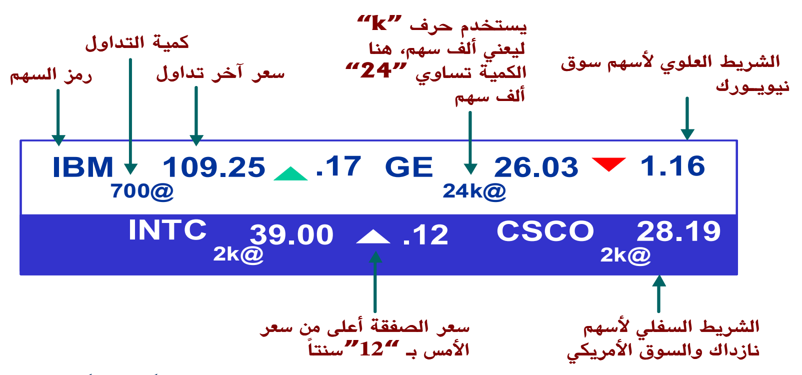
ويتمثل دور صنّاع السوق في كونهم يحتفظون بمخزون معين من أسهم الشركات التي يتعاملون معها، ويقومون بالشراء والبيع مباشرة إما لصالح حسابهم الخاص أو لصالح عملائهم (الوسطاء والسماسرة وغيرهم)، أو يبيعون ويشترون بين بعضهم البعض حسب شروط وضوابط معينة[٢]. يشترط نظام [نازداك] على صانع السوق إدخال أوامر شراء وبيع بشكل مستمر وبكمية لا تقل عن ١٠٠ سهم أو ٥٠٠ سهم، حسب طبيعة السهم، حيث يشترط النظام حالياً فيما يخص الأسهم الصغيرة ألاّ تقل الكمية المعروضة والكمية المطلوبة التي يلتزم بإظهارها صانع السوق عن ١٠٠ سهم إذا كانت كمية التداول اليومية في المتوسط أقل من ١٠٠٠ سهم وسعر السهم أكثر من ١٠ دولارات، وما عدا ذلك من الأسهم يجب ألاّ تقل الكمية عن ٥٠٠ سهم، وفي الأسهم الكبيرة يجب ألاّ تقل الكمية عن ١٠٠٠ سهم.

ولا يسمح لصنّاع السوق بمنافسة بعضهم البعض في الشراء والبيع، لأن الهدف من وجود صنّاع السوق مد السوق بالسيولة اللازمة في كل الأوقات، لا التنافس مع بعضهم البعض. هذا يعني أنه من غير المسموح به لصانع السوق أن يُدخل أمر شراء، لصالح حسابه الخاص، بسعر البيع المدخل من قبل صانع سوق آخر، أو إدخال أمر بيع بسعر الشراء المدخل من قبل صانع سوق آخر. ولكن يحق له بالطبع إدخال سعر شراء أعلى من سعر شراء صانع سوق آخر فينافسه على الشراء، أو إدخال أمر بيع أقل من أمر بيع صانع سوق آخر، فينافسه على البيع. وهذه الضوابط لا تنطبق إذا كانت الأوامر التي يقوم بها صانع السوق أوامر خاصة بعملائه، أي ليست لصالح حسابه الخاص. كما يمنع النظام صنّاع السوق من استخدام الطرق المبرمجة لتعديل أوامر البيع والشراء، ما يسمى بـ Autoquote، والهدف من ذلك منعهم من تغيير أوامرهم بسرعة من أجل البقاء بعيداً عن أسعار التنفيذ.

لا يتعامل المستثمر العادي غالباً مع صنّاع السوق بشكل مباشر، بل يتم ذلك عن طريق السمسار أو الوسيط، إما يدوياً كما كان يحدث في الماضي عندما يقوم الوسيط بأخذ الطلب وتوجيهه عن طريق الحاسب الآلي إلى صانع السوق، أو أن تتم العملية بشكل إلكتروني فيقوم جهاز الوسيط بأخذ طلب الزبون من الإنترنت وتوجيهه لأحد صنّاع السوق الذين يتعامل معهم، والذي بدوره يقوم إما بتنفيذه

[2] راجع أنظمة نازداك (Rule 4000 series)، منها Rule 4613.

مباشرة لصالح حسابه بشرط ألا ينفذه بسعر أضعف من السعر المتاح في السوق، أو أن يقوم بإرساله إلى أجهزة [نازداك] المركزية ليتمكن الجميع من رؤية الأمر.



الشكل ٤-٤: شريط الأسعار كما يظهر على شاشة تليفزيون CNBC، ويأتي غالباً مؤخراً ٢٠ دقيقة.

ويمكن للمستثمر الحصول على أسعار الأسهم عن طريق أي من خدمات الأسعار المتوفرة على الإنترنت (Quote Service) وحسب مستويات متعددة من الشفافية (كما سنرى بعد قليل)، أو مشاهدة الأسعار عن طريق شاشة التلفزيون، حيث تقوم بعض المحطات التلفزيونية بنشر الأسعار على شكل شريط في أسفل الشاشة، كما يتضح في المثال الموضح في الشكل ٤-٤. لاحظ أن الشريط لا يعرض أسعار العرض والطلب، بل يشير فقط إلى سعر آخر صفقة والكمية التي تمت بها.

ولقد انضم سوق [نازداك] للسوق الأمريكي (American Stock Exchange) في عام ١٩٩٨م وتم تكوين شركة فيما بينهما لمتابعة تطور السوقين وأدائهما، مع بقاء كلا السوقين بشكلهما الحالي، أي أن هذا التغيير لا يؤثر على التعامل في السوقين، ويبقى سوق [نازداك] سوقاً إلكترونيا مكوناً من صنّاع السوق، ويبقى السوق الأمريكي سوقاً مركزياً يعتمد على دور الأخصائي مثل سوق نيويورك.

التداول بين سعري العرض والطلب

ظهر تنظيم جديد لعمل [نازداك] بناء على توجيه من هيئة الأسواق والأسهم الأمريكية في عام ١٩٩٧م، يقضي بأن على صنّاع السوق إبراز أوامر السعر المحدد (Limit Orders) التي تأتي عن طريق المستثمرين فيما إذا كانت هذه الأوامر أفضل من السعر الحالي للعرض والطلب. ويهدف هذا التنظيم إلى منع صنّاع السوق من استغلال ما لديهم من معلومات للتلاعب بالأسعار، وبالتالي إضاعة الفرصة على المستثمر للحصول على أفضل الأسعار. ولإيضاح الطريقة التي يعمل بها التنظيم لنفرض أن السعر الحالي للعرض ١٨ دولاراً وسعر الطلب ١٧,٧٥ دولار.

Offer=$18, size=200	Bid=$17.75, size=200

فإذا كنت تريد شراء ٢٠٠ سهم ولا تود دفع سعر العرض فقد تحدد أمر الشراء بمبلغ ١٧,٨٨ دولار، وطبيعي ألاّ يتم تنفيذ الطلب بهذا السعر لأن سعر العرض الحالي لا يزال ١٨ دولاراً. ولكن الاستفادة من نظام [نازداك] الجديد تأتي لكونه يجبر صناع السوق أن يغيروا من سعر الطلب الحالي من ١٧,٧٥ دولار إلى ١٧,٨٨ دولار، بمعنى أن أفضل سعر لمن يريد البيع الآن هو ١٧,٨٨ دولار. فيتم تغيير سعري العرض والطلب بعد وصول الطلب الجديد على النحو التالي:

Offer=$18, size=200	Bid=$17.88, size=200

لاحظ أن سعر العرض لا يزال ١٨ دولاراً، وهذا يعني أنك لن تستطيع الشراء بأقل من ذلك السعر، ولكن الفائدة الحقيقية تظهر عندما يأتي أمر بيع بسعر السوق من قبل شخص آخر أو من قبل أحد صنّاع السوق، فإن السعر الذي يحصل عليه البائع هو ١٧,٨٨ دولار (سعر الطلب)، وبذلك يكون البائع قد حصل على سعر أفضل من سعر الطلب الأصلي (١٧,٧٥ دولار) ويحصل المشتري على سعرٍ أفضل من سعر العرض الأصلي (١٨ دولاراً). تعرف هذه العملية بعملية البيع والشراء بين العرض والطلب، وهناك استثناء لهذا القانون في كونه لا ينطبق على الأوامر المشروطة ذات خاصية الكل أو لا شيء (All-or-None)، ولا ينطبق حين تكون الكمية أقل من مائة سهم، بمعنى أن صانع السوق في مثل هذه الحالات غير ملزم بإظهار أمر الزبون حتى وإن كان أفضل من السعر الحالي.

وقبل صدور هذا التنظيم كان صنّاع السوق يقومون بإخفاء السعر الجديد عن الشاشات وبذلك لا يتم تنفيذ الأمر بهذا الشكل، فالفائدة من هذا التنظيم جيدة، وبالفعل فقد تقلص الفارق بين سعري العرض والطلب بشكل كبير بعد صدور هذا التنظيم.

تنبيه

هنا تظهر عدم مناسبة البيع والشراء بسعر السوق والتي غالباً ما يوصي بها السماسرة والوكلاء مع الأسف الشديد. فمن الأفضل عدم البيع والشراء بسعر السوق خصوصاً للأسهم ذات التداول المتدني (ذات السوق الضحلة)، تلك التي لا يتجاوز مجمل التداول اليومي لأسهمها ٥٠٠ ألف سهم. بل يفضل استخدام طريقة البيع والشراء بين سعري العرض والطلب كما ذكرنا قبل قليل. ومن المعتقد أن الأثر السلبي لشراء الأسهم الصغيرة في سوق نيويورك أقل مما هو في سوق [نازداك]، ذلك لأن الأخصائي في سوق نيويورك يطبق قانون استمرارية السوق الذي يلزمه بتجنب القفزات غير الطبيعية في السعر. كما أن طريقة النداء المفتوح تجعل من الممكن الحصول على سعر أفضل من الطرق الإلكترونية.

ما تجب معرفته عن صنّاع السوق

إن هدف صنّاع السوق في نهاية الأمر هو الربح المالي، إلا أن وجودهم في الأسواق ضروري لكونهم يمدون السوق بالسيولة المستمرة، بالرغم من أنهم يتلقون قسطاً من المجازفة مقابل ذلك. ففي حالة اندفاع الناس لشراء السهم يجب على صانع السوق مدهم بالأسهم، إما من حسابه الخاص إن كان لديه أسهم، أو عن طريق البيع المسبق (بيع أسهم الزبائن الآخرين)، أو إن أمكنه ذلك فقد يتركهم يشترون من البائعين الآخرين. وعندما يبدأ الناس بالبيع فعلى صانع السوق الشراء لزيادة مستوى المخزون لديه، أو لتغطية بيع مسبق قام به سابقاً.

من الإستراتيجيات التي يقوم بها صنّاع السوق والتي من الواجب معرفتها، تلك الحالات التي يقوم فيها صانع السوق بعرض كميات كبيرة مما لديه من أسهم للبيع عند سعر معين، خاصة عندما يجد أن لديه مخزون كبير من الأسهم، فتكون منطقة السعر هذه منطقة مقاومة للسهم، يقف دونها ولا يستطيع التقدم. وفي الوقت نفسه، يقوم صانع السوق بإدخال أوامر شراء كبيرة عند سعر أقل من ذلك. فتكون النتيجة أن يبيع بسعر عالٍ ويشتري بسعر منخفض، وتعرف هذه الطريقة بالمراوحة، وهي طريقة مربحة جداً إذا استطاع صانع السوق تطبيقها بشكل جيد. على سبيل المثال، يستطيع صانع السوق أن يعرض أسهمه للبيع بسعر ٢٠ دولاراً وشراءها بسعر ١٨ دولاراً، فيكون ربحه دولارين للسهم الواحد. وبالطبع فهو يعرض نفسه للمخاطرة في حال حدوث بيع كبير على السهم، حيث قد يسقط السهم عن ١٨ دولاراً، بينما يتبقى لديه أسهم كثيرة معروضة للبيع بسعر ٢٠ دولاراً. عندما نتحدث لاحقاً عن مناطق الدعم والمقاومة سنرى أن من الضروري البيع عند منطقة المقاومة (٢٠ دولاراً في هذا المثال) والشراء عند منطقة الدعم (١٨ دولاراً في المثال).

أسواق أخرى

يجب عدم الخلط بين سوق [نازداك] وكل من سوق OTC و سوق OTC Bulletin Board، حيث أن هذين السوقين مستقلان عن [نازداك]، وتعتبر الأسهم المسجلة فيهما أقل جودة من أسهم [نازداك] الذي بدوره ينقسم إلى قسمين: الأول ما يعرف بسوق الأسهم الصغيرة (NASDAQ Small Cap Market)، والثاني سوق [نازداك] الوطني للأسهم (NASDAQ National Market) وهذا الأخير يضم أكبر الشركات في [نازداك]. فمن ناحية تسجيل الشركات في سوق [نازداك] الوطني فإن شروطه تعتبر إلى حد ما صارمة، لذا نجد بشكل عام أن الأسهم المتداولة في سوق [نازداك] الوطني متميزة، بمعنى أن هذه الشركات قد اجتازت شروط التسجيل والمحافظة على مكانها في [نازداك]، وبالطبع هذا لا يضمن أداء الشركة ولا نزاهة القائمين عليها.

ويمكن تصنيف الأسواق من حيث جودتها كما يلي:

١. سوق بورصات مثل سوق نيويورك والسوق الأمريكي وبقية الأسواق الإقليمية.
٢. سوق [نازداك] الوطني.
٣. سوق [نازداك] الصغير NASDQ Small Cap Market.
٤. سوق لوحة الملصقات NASDQ Bulletin Board.
٥. سوق الأوراق الوردية Pink Sheets Market.
٦. أسواق التداول الإلكترونية مثل آي نت وآركيبلاغو ونايت INET, Archipelago, Knight وغيرها.

ويتم تسجيل الشركات في هذه الأسواق حسب عدة عوامل منها المتطلبات التي يفرضها كل سوق، ومنها رغبة الشركة ذاتها. فأحياناً قد تقرر الشركة أن تدرج أسهمها في سوق نيويورك أو سوق [نازداك] الوطني ولا تدرجها في السوق الأمريكي لضعف التداول في ذلك السوق بشكل عام. وأحياناً تبدأ الشركة حياتها في سوق [نازداك] الوطني وعندما لا تلتزم بشروط ذلك السوق، من حيث سعر السهم وعدد مالكي الأسهم وغيرها من الشروط الخاصة بتقديم التقارير الدورية وغيرها، يتم طردها من السوق الوطني وعليها عندئذ البحث عن سوق يضمها، والذي في الغالب يكون سوق لوحة الملصقات BB. وعندما لا تلتزم بشروط هذا السوق فغالباً تتجه إلى سوق الأوراق الوردية، أو تعلن إفلاسها وتصفية أصولها.

شروط التسجيل

من أهم شروط التسجيل في سوق [نازداك] الوطني ألاّ يقل رأس مال الشركة عن حوالي ٣٠ مليون دولار (الرقم الحقيقي يعتمد على تصنيفات أخرى لن نتطرق لها هنا)، ولا تقل القيمة السوقية عن حوالي ١٨ مليون دولار وعدد الأسهم عن ١,١ مليون سهم، ولا يقل سعر السهم عند التسجيل عن ٥ دولارات ولا يقل عن دولار واحد فيما بعد ذلك. وبالنسبة لعدد المستثمرين يجب ألاّ يقل عن ٤٠٠ شخص، كل شخص يملك على الأقل مائة سهم. وتقوم الشركة المسجلة في السوق بدفع حوالي ١٢٥ ألف دولار عند التسجيل وحوالي ٥٠ ألف دولار سنوياً.

أما بالنسبة لسوق [نازداك] الصغير فشروط التسجيل مشابهة ولكنها أقل صرامة مما ذكر. على سبيل المثال، يجب ألا يقل رأس مال الشركة عن حوالي ٥ ملايين دولار، والقيمة السوقية أكثر من مليون دولار وعدد الأسهم لا يقل عن ٥٠٠ ألف سهم، ولا يقل سعر السهم عند التسجيل عن ٤ دولارات ولا يقل عن ١ دولار فيما بعد ذلك. وبالنسبة لعدد المستثمرين يجب ألاّ يقل عن ٣٠٠ شخص، كل شخص يملك على الأقل مائة سهم. وتقوم الشركة المسجلة في السوق بدفع حوالي ٣٠ ألف دولار عند التسجيل وحوالي ١٥ ألف دولار سنوياً.

الأمر المهم للمستثمر معرفته هو أن الشركات المسجلة في سوق الأوراق الوردية لا توجد عليها أي شروط عدا تعبئة طلب التسجيل وإحضار الأوراق الرسمية للشركة، وهذه الشركات غير ملزمة بنشر تقارير دورية للمستثمرين ولا حتى تسليمها لهيئة الأوراق والأسواق المالية SEC.

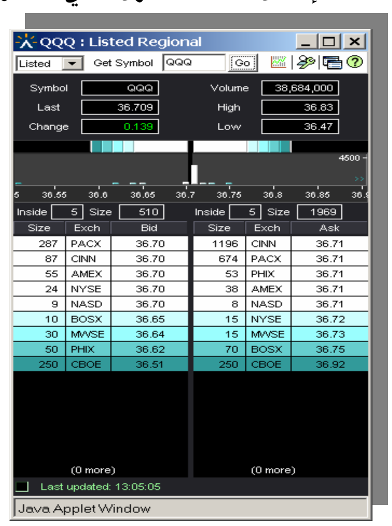
وبالنسبة للأسواق الإلكترونية الأخرى مثل [آي نت] وغيرها، فهي مجرد وسيلة لتداول الأسهم ولا يمكن تسجيل الشركات فيها. والفائدة منها تكمن في منح المتداولين أماكن أخرى لتداول الأسهم خارج نطاق البورصات والأسواق الرسمية، ويستفيد منها كبار المستثمرين ومديري المحافظ الكبيرة لإجراء الصفقات دون تدخل وسيط. إضافة إلى ذلك تستخدم هذه الأسواق الإلكترونية من قبل كافة المستثمرين في التداول خارج الأوقات الرسمية من أجل البحث عن أسعار أفضل من أسعار الأسواق الرسمية، راجع صفحة ١٠٧ للمزيد عن التداول خارج الأوقات الرسمية.

مستويات الأسعار

بقي أن نعرف أن المعلومات المتوفرة عن أسعار الأسهم لدى [نازداك] تأتي في ثلاثة مستويات.

المستوى الأول (Level I Quote) وهو الذي يظهر عادة على الشاشات وعن طريق شبكة الإنترنت أو غيرها، وهو متوفر لدى جميع المسجلين رسمياً لدى [نازداك]. وهذا المستوى يبين أعلى سعر للطلب وأقل سعر للعرض والكمية المطلوبة والمعروضة.

المستوى الثاني (Level II Quote) ويستخدم من قبل المحترفين من مستثمرين وسماسرة ويعطي معلومات إضافية عن حالة العرض والطلب وعن هوية صنّاع السوق. هنا نشاهد إحدى شاشات المستوى الثاني لأسعار [نازداك]، حيث نجد أن الجهة اليسرى مخصصة لأسعار الطلب (صناع السوق وغيرهم ممن يودون الشراء بهذا السعر)، وإلى اليمين توجد أسعار العرض (صناع السوق وغيرهم ممن يودون البيع بهذا السعر). لاحظ أنه يتم عرض الأسعار حسب أفضل سعر للطلب (الجهة اليسرى) وأفضل سعر للعرض (الجهة اليمنى). وتعرض الأسطر بنفس اللون إذا تساوت الأسعار. وبالنسبة لرموز الأسماء التي تشاهدها في وسط كل جهة فهي عبارة عن مختصر لاسم صانع السوق أو الجهة التي لديها الطلب. على سبيل المثال، نجد أن أفضل سعر للطلب آت من بورصة السوق الباسيفيكي (Pacific Stock Exchange – PACX) وأن أفضل سعر



للعرض آت من بورصة سنسناتي (Cincinnati Exchange – CINN).

المستوى الثالث (Level III Quote) وهو خاص بصنّاع السوق ويحتوي على جميع المعلومات المتوفرة عن طريق المستوى الثاني، علاوة على إمكانية إضافة وحذف بيانات العرض والطلب الخاصة بصانع السوق، والحصول على أوامر بيع وشراء ذات خصائص معينة.

أخيراً، بالنسبة للمستثمر العادي فلا يحتاج لأكثر من معلومات المستوى الأول ويفضل الحصول على المستوى الثاني للمضارب والمستثمر النشط، وبأي حال من الأحوال فإن المستثمر العادي لا يمكنه الحصول على بيانات المستوى الثالث على الإطلاق. ونشير إلى أن [نازداك] قامت في عام ٢٠٠٢م بتقديم خدمة الأسعار الشاملة Totalview والتي تظهر جميع الأوامر المتوفرة في السوق، وليس فقط أفضل سعر متوفر من قبل كل صانع سوق، كما هو الحال في أسعار المستوى الثاني. بل إنها تظهر كذلك الكمية المخفية[٣] وأسعار وكميات ما قبل الافتتاح والإغلاق، وهي بلا شك خدمة ذات شفافية عالية جداً بحيث يستطيع المضارب مشاهدة وتحليل جميع ما يحدث في السوق.

الأسهم الرخيصة

هناك مفهوم خاطئ لدى الكثير من المتداولين يتمثل في الاعتقاد بأن الشركة التي سعرها منخفض تعتبر "رخيصة" وتلك التي سعرها مرتفع تعتبر "غالية"، وهذا غير صحيح لأن السعر بحد ذاته لا يعني الشيء الكثير. على سبيل المثال، يستطيع مجلس إدارة أي شركة أن يغير من سعر الشركة كيفما شاء، وذلك بإجراء تجزئة عادية أو عكسية للسهم. فبدلاً من كون سعر السهم ١٠ دولارات يمكن أن يجرى له تقسيم بقدر ٢ إلى ١ ليصبح السعر "أرخص" فيكون ٥ دولارات، ويزداد عدد الأسهم المملوكة بمقدار الضعف. وفي التجزئة العكسية تقوم الشركة بتجزئة سعر السهم ليصبح مرتفعاً، على سبيل المثال بدلاً من كون السعر دولاراً واحداً، تجرى له تجزئة عكسية بقدر ١٠ إلى ١ ليكون سعر السهم ١٠ دولارات.

إذاً السعر بحد ذاته غير مهم، والأفضل أن ينظر الشخص إلى القيمة السوقية للشركة أو الـ Market Cap، والذي يرمز للقيمة الإجمالية للشركة في السوق. فإذا كانت هناك شركة سعر سهمها دولار واحد ولديها ١٠٠ مليون سهم مصدرة، تكون قيمتها السوقية ١٠٠ مليون دولار. على سبيل المثال، تتجاوز القيمة السوقية لشركة مايكروسوفت ٢٨٠ بليون دولار، و شركة آي بي أم حوالي ١٥٠ بليون دولار، وشركة بي تي أس سي PTSC من شركات السنتات قيمتها السوقية حوالي ١١ مليون دولار. وأهمية القيمة السوقية تكمن في كونها تدل على مدى التثمين الممنوح

[3] الكمية المخفية هي طريقة نظامية تسمح للشخص بإخفاء الكمية الإجمالية المراد بيعها أو شرائها، وإظهار بدلاً من ذلك عدد قليل من الأسهم مكانها، وكلما تم تنفيذ الكمية الظاهرة يأتي جزء آخر من الكمية الإجمالية، وهكذا.

للشركة من قبل جموع المستثمرين والمتداولين، وتعطي بلا شك دلالة على نظرة الناس للشركة وما يقبلوا به من ثمن لها.

أسهم البني Penny Stocks

تسمى الأسهم متدنية السعر بأسهم البني (أو السنت)، ويطلق الاسم عادة على الأسهم التي سعرها أقل من دولار. ومن الأخطاء التي يقع فيها كثير من المضاربين بأسهم السنتات عدم التفكير بمقدار الربح والخسارة المتحقق من تداول هذه الأسهم. على سبيل المثال، قد يشتري شخص أسهماً بسعر ١١ سنت للسهم الواحد، وتنخفض ربما خلال اليوم ذاته إلى ٨ سنتات، فتجد أن الشخص لا يشعر بأن الخسارة في هذه الحالة تزيد عن ٢٧٪، وهي عالية جداً بجميع المقاييس، بل ينظر إليها على أنها مجرد ٣ سنتات! وأمر آخر ينطبق على جميع الأسهم وهو أنه عندما ينخفض سهم بنسبة ٥٠٪، فلا يكفي أن يرتفع بنسبة ٥٠٪ ليعود لما كان عليه، بل يجب أن يرتفع بنسبة ١٠٠٪!

ولا ننسى أن نسبة الفارق بين سعر العرض والطلب يعتبر عالياً في أسهم السنتات، أولاً بسبب ضعف كمية التداول وثانياً بسبب السعر نفسه. على سبيل المثال، إذا كان سعر العرض ١٢ سنتاً وسعر الطلب ١١ سنتاً، فالفارق مجرد ١ سنت، وهو شيء جميل ومحبب في أسهم الشركات الكبيرة، ولكن للأسف أن هذا الفرق في واقع الأمر يعادل حوالي ٨٪ من قيمة السهم، أي أنه لحظة شراء السهم يكون المشتري قد حقق خسارة فورية قدرها ٨٪ من ماله!

الخلاصة

تم تعريف سوق المال بأنه مكان يلتقي فيه المحتاج للمال بمن لديه فائض من المال، بحيث يحصل الأول على المال ويقوم بتعويض الثاني بشكل أو بآخر عن المدة التي يتخلى فيها عن ماله. ومثال ذلك ما تقوم به الشركات عند تقسيم ملكيتها إلى عدة حصص (أسهم)، ومن ثم تقدمها لمن لديهم المال على أمل أن يجنوا مقابل ذلك الأرباح الناتجة عن نجاح الشركة ونمو قيمة أسهمها في المستقبل.

تم كذلك التطرق لأنواع الأسواق المالية والحديث بشكل مفصل عن سوق نيويورك، وكيفية عمله والطريقة التي تتم بها عمليات البيع والشراء. ويجب التأكيد مرة أخرى على ضرورة فهم العملية التي تتم بها عمليات التداول والفرق بين الأسواق القائمة على الأخصائي عن تلك التي تدار من قبل صنّاع السوق، كما يتم في سوق [نازداك]. وعلى المستثمر إدراك أنه يستطيع البيع والشراء بين سعري العرض والطلب ليقتنص بذلك أفضل الأسعار، ويجب عليه تجنب البيع والشراء بسعر السوق

في معظم الأحيان عدا في بعض الحالات الخاصة، وبأي حال من الأحوال يجب تجنب ذلك في حالة الأسهم ضعيفة التداول، وفي يوم الافتتاح بعد الطرح الأولي.

الفصل الخامس

طرح الأسهم (الاكتتاب)

في هذا الفصل

- ما أكبر حالات الطرح الأولي في تاريخ الأسواق الأمريكية؟ وكم كان أعلى ارتفاع للأسهم في اليوم الأول من الطرح الأولي؟
- لماذا تقوم الشركات بطرح أسهمها في الأسواق المالية؟ وما هي إيجابيات ذلك وسلبياته؟
- كيف يتم التصويت على مناصب مجلس الإدارة في الشركات، وما هي الطرق الممكنة لتغيير مجلس الإدارة؟
- ما هي خطوات الطرح الأولي؟ وكيف يتم تحديد السعر؟ وكيف يمكن للمستثمر الحصول على أسهم أولية؟
- ما المحاذير التي يجب على المستثمر الانتباه إليها عند الاستثمار في الأسهم الأولية؟
- ما هي طريقة الطرح الأولي المفتوح Open IPO؟

نسمع كثيراً عن السهولة اللامتناهية في عملية طرح ملكية شركة ما (أمريكية كانت أم أجنبية) في الأسواق الأمريكية، ونسمع كثيراً عن المبالغ المالية الفلكية التي تنتج عن هذه العملية، ونتساءل هل بالإمكان تقسيم ملكية شركة صغيرة وغير معروفة إلى ملايين الأسهم وبيعها في سوق المال بمثل هذه المبالغ؟ الجواب باختصار شديد: نعم، ولكن يجب معرفة ميكانيكية هذه العملية ودوافع القيام بها ومدى ربحيتها قبل أن نبدأ التفكير بالدخول فيها كبائعين أو مشترين. يوضح الجدول ٥-١ أعلى مبلغ تم الاكتتاب فيه في تاريخ طرح الأسهم الأمريكية (حتى نهاية عام ٢٠٠١م). كما يوضح الجدول ٥-٢ أفضل سعر إغلاق لليوم الأول من الطرح، الأمر الذي يبين مدى إقبال المستثمرين على هذه الشركات.

الجدول ٥-١: أعلى مبالغ تم تحصيلها عن طريق سوق الطرح الأولي.

الترتيب	الشركة	تاريخ الطرح	المبلغ المكتتب (مليون)
١	AT&T Wireless Group	٢٠٠٠/٤م	١٠,٦٢٠
٢	United Parcel Service	١٩٩٩/١١م	٥,٤٧٠
٣	Verizon Wireless	٢٠٠٠/٨م	٥,٠٠٠
٤	Conoco	١٩٩٨/١٠م	٤,٤٠٠
٥	The Goldman Sachs Group	١٩٩٩/٥م	٣,٦٦٠

المصدر: IPOcentral

دوافع الطرح الأولي

تبدأ نسبة كبيرة من الشركات حياتها الرأسمالية بفكرة بسيطة تتولد في ذهن عالم أو مهني محترف، ومنها يقوم الشخص وحده، أو بمساعدة صديق ذي ميول تجارية، بإنشاء ورشة صغيرة في منزل أحدهما، ثم يقوم هذان الاثنان بتصنيع المنتج وبيعه لمن لهم اهتمام به. وعند ملاحظة ارتفاع الإقبال على المنتج يبدأ الاثنان بالتفكير برفع رأس مال الورشة ليتمكنا من صناعة المزيد من هذا المنتج الناجح. ولكن لعدم توفر المال بينهما يدخل عادة شركاء آخرون من الأصدقاء والجيران في المشروع وتتطور عملية التمويل هذه إلى أن يتم تسجيل الشركة رسمياً لدى الجهة المختصة في البلد.

الجدول ٥-٢: أعلى نسبة ارتفاع لسعر السهم في اليوم الأول من الطرح.

الترتيب	الشركة	تاريخ الطرح	سعر الطرح	سعر الاغلاق	نسبة الارتفاع
١	VA Linux Systems, Inc.	١٩٩٩/١٢م	٣٠	٢٣٩	%٦٩٨
٢	theglobe.com, inc.	١٩٩٨/١٠م	٩	٦٣	%٦٠٦
٣	Foundry Networks, Inc.	١٩٩٩/٩م	٢٥	١٥٦	%٥٢٥
٤	WebMethods, Inc.	٢٠٠٠/٢م	٣٥	٢١٣	%٥٠٨
٥	FreeMarkets, Inc.	١٩٩٩/١٢م	٤٨	٢٨٠	%٤٨٣

المصدر: IPOcentral

ينتقل هذا الكيان الاقتصادي بعد عملية التسجيل هذه من كيان مملوك لشخص واحد (Sole Proprietorship) إلى شركة ذات شركاء محدودين (Limited Partnership). وسرعان ما

يكتشف الشركاء بأن هناك سوقاً أكبر لمنتجهم ولو كان باستطاعتهم ضخ المزيد من المال في عجلة التشغيل والبيع ودعم قوة الشركة التسويقية والتطويرية وتوظيف العدد اللازم من الخبرات الكفؤة، لتمكنت الشركة من المنافسة على جزء أكبر من الحصة السوقية للمنتج. عندها يتساءل الشركاء عن فوائد وسلبيات تعويم (Float) أسهم الشركة، أو طرحها للاكتتاب العام (Going Public)، فيتضح بأن هنالك على الأقل ست فوائد رئيسية لتعويم الشركة:

١. **الحد من مسؤولية الشركاء تجاه الغير من مقرضين وبنوك وغيرهم، لأن مسؤولية الشركاء (أو حاملي الأسهم) تقتصر على رأس المال المدفوع فقط، وعلى من له مطالبة ضد الشركة الحصول على حقه من الشركة نفسها لا من مالكيها.**

٢. **ضخ المزيد من المال للوظائف التشغيلية والتطويرية وغيرها، الأمر الذي يكون عادة صعباً جداً في وضع الشركة الحالي حيث قد لا يتوفر لدى الشركاء المال الكافي أو أنهم لا يودون المخاطرة بمزيد من أموالهم الخاصة.**

٣. **زيادة ثروة الشركاء بالحصول على جزء من رأس المال المدفوع، نتيجة ما يملكونه من أسهم، وهناك العديد من الأثرياء ممن حصل على ثروته فجأة عن طريق تعويم شركته.**

٤. **تنويع السبل الاستثمارية للشركاء بدلاً من الاعتماد على شركة واحدة وذلك باستثمار ما لديهم من أموال في مجالات أخرى.**

٥. **إيجاد سوق لتداول أسهم الشركة الأمر الذي يمكّن الشركاء من بيع ما يملكونه من أسهم بيسر وسهولة بدلاً من وضعهم الحالي الذي يجعل بيع حصصهم في الشركة أمراً في غاية الصعوبة لعدم توفر سعر معلوم للشركة، عوضاً عن صعوبة إقناع الآخرين بشراء حصة في شركة مجهولة.**

٦. **جعل الشركة كياناً مستقلاً لا يزول بسبب زوال بعض المالكين أو حتى زوالهم كلهم. أي أن الشركة مملوكة من قبل أشخاص معينين ويديرها طاقم إداري ليس له بالضرورة علاقة بالمالكين الذين قد تنتقل ملكيتهم من شخص لآخر ولأسباب مختلفة.**

ويبقى في مقابل هذه الفوائد الجيدة لتعويم الشركة بعض السلبيات:

١. **هناك تكلفة تسجيل الشركة وما يجب دفعه مقدماً لبنك الاستثمار الذي يتولى عملية التعويم، والتي قد تصل أحياناً إلى ٨٪ من رأس المال المدفوع، وهناك بعض المصروفات الأخرى الخاصة بهذه العملية والتي قد تتجاوز نصف مليون دولار عند طرح ما يعادل ١٠ ملايين دولار من الأسهم.**

٢. تدفع الشركات العامة (أي المساهمة) نسبة عالية من الضرائب مقارنة بالشركات المملوكة والشركات ذات الشركاء المحدودين.

٣. هناك مسألة التحكم في الشركة بوجود مستثمرين جدد يملكون الحق في التصويت على مناصب أعضاء مجلس الإدارة وبإمكانهم تغيير من لا يقتنعون بأدائه، وهنا قد يضطر الشركاء إلى الاحتفاظ بحصة ٥١٪ من ملكية الشركة حفاظاً على تحكمهم بالشركة.

٤. ولأن من الضروري على الشركة العامة الالتزام بمبدأ الشفافية في الحسابات المالية والخطط التطويرية للشركة فإن ذلك يشكل عبئاً إدارياً على الشركة من ناحية، ومن ناحية أخرى فإنه يتيح للشركات المنافسة إمكانية التعرف على توجهات الشركة ومعرفة نتائجها المالية، الأمر الذي لا يحدث في حالة الشركة المحدودة أو المغلقة. كذلك فإن الشفافية قد تسلب الشركاء حق الحفاظ على خصوصياتهم المالية حيث يجب عليهم الإفصاح عن كل ما يملكونه هم وعائلاتهم في الشركة.

التصويت على مناصب مجلس الإدارة

يحق لكل مالك أسهم التصويت عن كل سهم يملكه، وذلك إما بحضور الجمعية العامة التي تعقد عادة مرة واحدة أو مرتين في العام أو بتفويض شخص آخر عنه عن طريق وثيقة التفويض (Proxy Document). ويحدث أحياناً ما يسمى بحرب التفويض عندما تكون هناك جهة أخرى، كمنظمة يقودها أحد المالكين، ترغب في جمع هذه الوثائق باسمها من أجل طرد مجلس الإدارة الحالي. وإذا نجحت في الحصول على العدد الكافي من الأصوات فإنها تستطيع تغيير هيكل مجلس الإدارة كيفما تشاء.

كذلك فإن مجلس الإدارة ومالكي الشركة قد يخسرون شركتهم بالكامل عند حدوث شراء (Takeover)، أو استحواذ، لشركتهم من قبل جهة أخرى، حيث يتم هذا النوع من الشراء إما بشكل ودي أو عدائي. ففي حالة الشراء الودي تقوم الشركة الراغبة في الشراء بإغراء حملة الأسهم بمن فيهم الشركاء الأصليون بسعر مرتفع عن السعر الحالي للسهم، وعادة تتم الموافقة وتخرج الشركة المشتراة من السوق بشكل كامل. أما في حالة الشراء بالشكل العدائي فيتم ذلك بقيام الشركة الراغبة في الشراء بشراء نسبة كبيرة من الأسهم من السوق مباشرة أو عن طريق تقديم سعرٍ مغرٍ لحملة الأسهم، حتى وإن مانع القائمون على الشركة من كبار المالكين ومجلس الإدارة. عندها قد يقوم مجلس إدارة الشركة بالتصدي لهذا الهجوم عن طريق اتخاذ مختلف التدابير لمحاولة رفع سعر السهم في السوق، كأن تقوم الشركة باتخاذ بعض الإجراءات التي تهدف

إلى تطوير عمل الشركة وإصدار بعض الأخبار التي تعطي انطباعاً عن توجهات الشركة المستقبلية وخططها التنموية، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم وإفشال عملية الشراء.

وفي حالة فشل هذه الطرق فقد تقوم الشركة باتخاذ بعض التدابير العجيبة أحياناً كقيامها باستخدام طريقة الحبة المسمومة (Poison Pill)، وهي عبارة عن طريقة لقتل الشركة كي لا تصبح ذات قيمة جيدة للشركة الراغبة في الشراء! من ذلك قيام الشركة ببيع عدد كبير من الأسهم لجهات صديقة بسعر متدن، الأمر الذي يرفع من عدد الأسهم العائمة في السوق (Floating Shares) ويجعل عملية شراء كامل أسهم الشركة أمراً مكلفاً. كذلك قد تقوم الشركة بالتخلص مما لديها من مبالغ نقدية (Cash)، لتضعف من جاذبية الشركة في عين المشتري، وذلك بدفع ما عليها من ديون ومنح علاوات لموظفيها وأعضاء مجلس إدارتها.

ملاحظة

عند تعويم الشركة فإن المستثمرين الجدد يشاطرون الشركاء الأصليين في الأرباح المستقبلية ونجاح الشركة بوجه عام. ومن هذه الأمثلة ما حدث لمؤسس شركة [سيسكو] وزوجته عندما قاما ببيع حصتهما في الشركة بمبلغ ٤٠٠ مليون دولار في عام ١٩٩٠، وبعد هذه الصفقة بعدة سنوات أصبحت شركة [سيسكو] أكبر شركة في العالم بسعر سوقي تجاوز ٥٠٠ بليون دولار. ولو أنهما احتفظا بحصتهما بالشركة لتضاعف رأس مالهما لأكثر من ٨٠٠ مرة في نهاية عام ١٩٩٩م.

أخيراً هناك الطريقة المعروفة بخطة حقوق المساهمين (Stockholders' Rights Plan)، والتي يقوم من خلالها مجلس الإدارة بمنح حامل السهم أحقية شراء سهم جديد في المستقبل (غالباً من الأسهم الممتازة Preferred Stock، راجع الصفحة ١٤٩ لمعرفة أنواع الأسهم) بسعر معين متى ما ظهر هناك احتمال قيام جهة بشراء أكثر من ١٥٪ من أسهم الشركة، فيصبح من الصعب على الجهة المعتدية السيطرة على الشركة.

خطوات طرح الأسهم (IPO)

عند اتخاذ قرار تعويم الشركة تقوم الشركة بتحديد رأس المال المطلوب والتفاوض مع أحد بنوك الاستثمار لتحديد سعر الطرح، ومن الطبيعي أن تختار الشركة بنك استثمار له سمعة جيدة ولديه خبرة طويلة في هذا المجال تجنباً لفشل عملية التعويم أو الحصول على سعر غير مناسب. ومن أشهر بنوك الاستثمار هناك مورجان ستانلي (Morgan Stanley)، سلمون بروذرز (Salomon Brothers)، فيرست بوستن (First Boston)، ميريل لنش (Merrill Lynch)، جولدمان ساكس (Goldman Sachs) وغيرهم. ومن المعروف أن معظم عمليات التعويم تتم بضمان من

بنك الاستثمار، الذي يسمى في هذه الحالة Underwriter، والذي يضمن إنجاح العملية والدفع مقدما للشركة الراغبة في التعويم، وهذا ما يجعل سعر التعويم في الغالب أقل من السعر الذي يستقر عليه السهم عند طرحه في السوق. وبواسطة طريقة التعويم بضمان من بنك الاستثمار نجد أن الشركة الراغبة في التعويم تود أن تضمن سعراً معيناً بصورة مُسبقة دون مخاطرة، ونجد أن بنك الاستثمار يود ألاّ تذهب أتعابه أدراج الرياح في حالة فشل العملية، فتجده يضطر لبيع الأسهم بسعر معقول.

بالعودة للطريقة العادية، بعد الاتفاق على سعر معين، تقوم الشركة بالتسجيل لدى هيئة الأسواق والأوراق المالية (SEC) (Securities & Exchange Commission) وهي الهيئة المسئولة عن تنظيم حركة طرح الأسهم وتداولها في الأسواق الأمريكية ومتابعة أداء الأسواق ومنع محاولات التلاعب في الأسعار. وتتم عملية التسجيل هذه بتعبئة نموذج التسجيل S-1 والذي يتضمن كذلك وثيقة هامة على الشركة الراغبة في الطرح إصدارها تعرف باسم Prospectus، والتي تُذكر فيها معلومات كاملة عن طبيعة عمل الشركة والأشخاص الذين يديرونها، إلى جانب مدى ربحيتها في الماضي ونمو مبيعاتها، وطبيعة التنافس الذي تواجهه الشركة وحدّته، وما إلى ذلك من معلومات تعين المستثمر في اتخاذ القرار المناسب. هذه الوثيقة ليست وثيقة دعائية أو تسويقية، حيث إن ما يذكر فيها من حقائق وأرقام يعتبر سلاحاً قانونياً للمستثمر فيما لو كانت هناك معلومات خاطئة أو زائفة، لذا فإن الشركات تحرص على إعدادها بشكل صحيح وصريح. ومن النقاط الواجب الانتباه إليها عند قراءة وثيقة الطرح معرفة أهداف الشركة من الطرح، ونسبة أسهم الملاك المطروحة للاكتتاب، حيث إن تبين أن عدداً كبيراً من الأسهم المطروحة هي ملك للمؤسسين فقد لا يكون ذلك مشجعاً.

وبعد الحصول على موافقة هيئة الأسواق تبدأ الشركة برحلة الاستعراض (Road Show)، حيث يقوم المسئولون بزيارة عدد من المدن والالتقاء بكبار المستثمرين والبنوك لاطلاعهم على خطط الشركة، وذلك لكسب تأييدهم وبالتالي شرائهم للأسهم المطروحة. ويمنع النظام قيام الشركة بالتحدث عن أي تطورات أو وعود خاصة بمستقبل الشركة، عدا ما تم ذكره في وثيقة الاكتتاب وذلك من تاريخ التسجيل إلى ما بعد ٢٥ يوماً من بداية تداول الأسهم، وتسمى هذه الفترة بفترة الهدوء (Quiet Period).

بعد ذلك يقوم بنك الاستثمار بدفع رأس المال المتفق عليه للشركة، ويقوم هو بدوره ببيع ما لديه من أسهم. ولكن عملية البيع هذه قد لا تتم بسهولة نظراً لصعوبة عملية تسويق الأسهم، فيقوم بنك الاستثمار غالباً بالاستفادة من خدمات بنوك استثمار وسماسرة آخرين في عملية التسويق تجنباً لخطورة الفشل. وليس بنادرٍ أن تجد سعر الطرح يتغير صعوداً وهبوطاً إلى آخر يوم قبل نزوله للسوق. ومن أشهر الأمثلة لتغير سعر الطرح ما حدث عام ٢٠٠٠م لسهم شركةِ [بالم] (Palm Inc)

والتي انفصلت عن شركة [ثري كوم] (3com) المعروفة في مجال شبكات الحاسب الآلي. فعندما قررت شركة [ثري كوم] فصل القسم الخاص بصناعة الحاسبات اليدوية لديها وطرحه كشركة مستقلة، اتجهت إلى أحد بنوك الاستثمار (Morgan Stanley) الذي قام بتحديد سعر الطرح بحوالي ١٦ دولاراً، ولكن عندما تبين أن هناك إقبالاً كبيراً على هذه الأسهم، وفقاً للشعبية الفائقة التي نالتها شركة ِ[بالم] عن طريق وسائل الإعلام، تغير سعر الطرح عدة مرات إلى أن ثبت عند ٣٨ دولاراً في اليوم الذي سبق نزول السهم إلى السوق.

ويسمح النظام لبنك الاستثمار المتولي لعملية الطرح أن يبيع ويشتري ويبيع مسبقاً (شورت)، وذلك في الأيام الأولى من بداية التداول، ليتمكن من جعل السعر يستقر ولا يتذبذب بشدة. وليس من المناسب للمستثمر الشراء في اليوم الأول بأي حال من الأحوال، وإن كان ولا بد فمن الضروري أن يُستخدم أمر شراء محدد، لا أمر شراء بسعر السوق.

كيفية الاستفادة من الطرح الأولي

بعد أن عرفنا كيف تتم عملية طرح الأسهم وإيجابياتها وسلبياتها للشركة المطروحة، نتساءل عن دور المستثمر الصغير في هذه العملية وعن مدى استطاعته الحصول على الأرباح الناتجة عن هذه العملية على ضوء ما نراه من نجاح مبهر لعمليات الطرح في السنوات الأخيرة؟ إن ذلك ممكن ولكن يجب أخذ النقطتين التاليتين بعين الاعتبار.

١. **إن عملية الحصول على أسهم بسعر الطرح أمر في غاية الصعوبة نظراً لأن بنوك الاستثمار تحتفظ بهذه الأسهم لعملائها الكبار والمتداولين النشطين، خصوصاً في حالات الأسهم ذات الشعبية العالية، وبالتالي فإن معظم السماسرة لا يحصلون من قبل بنوك الاستثمار على عدد كبير من الأسهم المطروحة. وعند حصولهم على عدد معين منها فإنهم يبيعوها (بسعر الطرح طبعاً) لعملائهم الكبار نوعاً ما (ممن لا تقل حساباتهم عن مائة ألف دولار)، وحتى هؤلاء العملاء لا يحصلون إلا على عدد قليل من الأسهم، بحدود مائة سهم في الغالب. وكثير من الوسطاء يعاقب المستثمرين ممن يبيعون أسهمهم بسرعة (خلال الأيام الأولى بعد يوم الافتتاح) وذلك بعدم منحهم أسهماً في المستقبل.**

٢. **ليست جميع عمليات الطرح ناجحة، لذا فمن الأفضل تحري الدقة قبل اتخاذ القرار بالحصول على كمية منها عن طريق السمسار. فعلى سبيل المثال تم طرح أسهم شركة ِ[بالم] آنفة الذكر بسعر ٣٨ دولاراً، وبدأ السهم في يوم الافتتاح عند سعر ١٤٥ دولاراً، وارتفع إلى ١٦٥ دولاراً وأقفل عند سعر ٩٣ دولاراً! وبعد عدة أسابيع هوى إلى أقل من ٣٠ دولاراً، أي بنسبة انخفاض عن أعلى سعر**

تجاوزت ٨٠%! هنا نؤكد على ضرورة معرفة الشركة المطروحة بشكل جيد وأسباب طرح الأسهم قبل الشروع في الدخول في ملكية الشركة. وهناك من يشتري أسهم الاكتتاب فقط إن كانت تدار من قبل بعض بنوك الاستثمار التي لها تاريخ جيد في انتقاء شركات الطرح الأولي، كالأسماء آنفة الذكر، وليس أي بنك استثمار آخر!

تنبيه

تجنب تسليم طلب شراء بسعر السوق في حالة الطرح الأولي، وبالذات تجنب تسليم طلب الشراء قبل افتتاح السوق. هناك العديد من القصص المحزنة لحالات تم فيها الشراء بسعر يعادل أحياناً خمسة إلى ستة أضعاف سعر الطرح في اليوم الأول، ومن ثم هبوط السعر إلى أقل من ٥٠% خلال يوم أو يومين! راجع الصفحة ١٢٦ لواحدة من هذه القصص.

كما يجب الانتباه إلى أن هناك مدة معينة (عادة ستة أشهر) لا يسمح فيها للمؤسسين ومن لهم صلة بالشركة (Insiders) ببيع أسهمهم فيها، وتسمى بفترة الحجر على الأسهم. هذا يعني أنه بعد انقضاء فترة الحجر فمن الممكن أن تكون هناك حالات بيع كبيرة تؤدي إلى هبوط السهم، ويستفاد من ذلك في المضاربة على السهم.

الطرح الثانوي

نشير أخيراً إلى ما يسمى بالطرح الثانوي للأسهم (Secondary Offering)، أو ما يعرف برفع رأس المال، والذي يتم عندما تقوم الشركة بطرح أسهم إضافية في وقت لاحق من حياتها التجارية للحصول على ما تحتاجه من مال. وتشبه هذه العملية عملية الطرح الأولي، ولكن ينظر عادة لها بشكل سلبي من قبل المستثمرين بالرغم من أن أسباب الطرح الثانوي قد تكون لها مبرراتها الايجابية. فقد تكون الشركة بحاجة لدعم مشاريع أبحاث وتطوير أو شراء شركة صغيرة مكملة لها وهكذا. ولكن تظل هذه العملية موضع امتعاض من قبل المستثمرين، كونها في واقع الأمر تؤدي إلى زيادة عدد الأسهم العائمة في السوق مما يؤدي بالتالي إلى انخفاض السعر. والسبب في ذلك يعود إلى أن قيمة السهم تعتمد على عدد أسهم الشركة التي في أيدي المالكين. فكلما زاد عدد الأسهم المملوكة نقصت حصة كل سهم من الأرباح، وبالتالي نقصت قيمة السهم. إلا أنه من المفترض أن تستفيد الشركة من التمويل الجديد وبالتالي تزداد إيراداتها وأرباحها في المستقبل. كما إن الشركات عادة تمنح المالكين الحاليين الأحقية في شراء الأسهم الجديدة، وبالتالي تمكينهم من شراء الأسهم الجديدة دون دخول ملاّك جدد.

وقفة

يجب متابعة أخبار الشركات والانتباه عند سماع خبر يفيد بأن شركة ما على وشك طرح أسهم إضافية في السوق، ومن ثم دراسة الوضع بشكل جيد وعدم المشاركة إذا كان الهدف من الطرح سداد ديون متراكمة أو لأغراض أخرى غير مقنعة، خاصة عندما تكون نتائج الشركة المالية غير مشجعة أو أن تكون نسبة نمو الإيرادات ضعيفة، أو أن معدلات الأرباح في تدن مستمر. في دراسة قام بها مارشال بلوم من معهد ورتون في جامعة بنسلفانيا، أجريت على ٤٠٠ شركة، تبين من خلالها أنه بعد عام واحد من عملية الطرح ارتفعت بنسبة ٧٧٪ أسهم الشركات التي احتفظت بالمال للتطوير، مقابل الشركات التي تصرفت بالمال بطرق أخرى.

أخيراً، إن عملية الطرح لها جوانب عديدة يجب فهمها بشكل جيد، وعند الرغبة في شراء هذه الأسهم فإن من الأفضل محاولة الحصول عليها بسعر الطرح عن طريق السمسار الذي يتعامل معه الشخص، وإن تعذر ذلك فمن الأفضل التريث لعدة أيام حتى تتضح حالة السهم ومن ثم شراءه مباشرة من السوق.

الخلاصة

في كثير من الأحيان يعتبر الطرح الأولي من أسهل الطرق لتحقيق ربح عال في الأسهم على المدى القصير، وتبقى الصعوبة في كيفية الحصول على العدد الكافي من الأسهم عند الطرح الأولي. وبسبب الربح العالي على المدى القصير يخطئ بعض المستثمرين في فهم كيفية الاستفادة من الطرح الأولي، حيث إن الربح المتوقع يأتي عادة من نصيب الذين يحصلون على الأسهم قبل نزول الأسهم للسوق، والذين عادة يقومون ببيعها في الأيام الأولى من الطرح، لا في يوم نزول الأسهم إلى السوق. تطرق الفصل كذلك إلى دوافع الطرح الأولي والخطوات التي يتم بها، بما في ذلك طريقة الطرح بواسطة الاكتتاب المفتوح (الصفحة التالية)، وكذلك تم التطرق إلى الطرح الثانوي ودوافعه. ومن المهم جداً الرجوع إلى بعض المواقع المتخصصة بالطرح الأولي على الإنترنت (راجع دليل المواقع، صفحة ٣٣١)، ومتابعة أهم الأحداث الخاصة بالشركات الموشكة على طرح أسهمها، وقراءة وثيقة الطرح لما تحتويه من معلومات في غاية الأهمية عن الشركة المطروحة للاكتتاب العام.

طريقة الاكتتاب المفتوح Open IPO

بدأت تنتشر في السنوات الأخيرة طريقة الاكتتاب المفتوح التي تعتمد في أسلوبها على أسلوب المزاد الهولندي Dutch Auction، بدلاً من الطريقة التقليدية التي يتحكم فيها بنك الاستثمار بسعر الاكتتاب. وهذه الطريقة تتخلص كذلك من الأسلوب غير العادل في المتاجرة بأسهم الاكتتاب، والذي ينتج عندما يقوم من اشترى الأسهم بسعر الاكتتاب ببيعها في اليوم الأول بسعر عالٍ جداً، في أغلب الأحيان، على حساب من لم يحالفه الحظ بالحصول على الأسهم بسعر الاكتتاب.

والطريقة التي يعمل بها الاكتتاب المفتوح هي أن يقوم المستثمر عن طريق الوسيط بتحديد السعر والكمية التي يريد شراء الأسهم بها، ويتم ذلك بعد الاطلاع على وثيقة الطرح ومعرفة نطاق السعر المتوقع للطرح (عن طريق الشركة المكتتبة أو الوسيط أو أي وسيلة أخرى). ويحق للمستثمر تغيير السعر والكمية متى شاء إلى قبل اغلاق باب المزاد بدقائق، بعد ذلك يكون السعر والكمية التي التزم بهما رسميان ولا يستطيع تغييرهما.

في مثل هذا المزاد لا أحد من المشاركين يعلم عن سعر الآخر، إلى أن يعلن عن سعر الاكتتاب، والذي ليس بالضرورة أن يكون أعلى سعر لسببين رئيسيين. السبب الأول يعود إلى طبيعة المزاد الهولندي حيث إن السعر النهائي هو السعر الأقل الذي يكفي لبيع جميع الأسهم المطروحة. وثانياً لأن الشركة المكتتبة يحق لها أن تخفض من السعر كيفما شاءت، ولا يحق لها زيادته.

على سبيل المثال، لو أن شركة أرادت طرح مليون سهم بسعر يتراوح بين ١٠ إلى ٢٠ دولاراً، فقد تكون نتيجة المزاد بعد الاغلاق كما يلي:

مستثمر أ: طلب شراء ١٠٠ ألف سهم بـ ٢٣ دولاراً.

مستثمر ب: طلب شراء ٤٠٠ ألف سهم بـ ١٧ دولاراً.

مستثمر ج: طلب شراء ٤٠٠ ألف سهم بـ ١٢ دولاراً.

مستثمر د: طلب شراء ١٠٠ ألف سهم بـ ١١,٥٠ دولار.

مستثمر هـ: طلب شراء ١٠٠ ألف سهم بـ ١١,٠٠ دولاراً.

لذا يكون سعر الاكتتاب ١١,٥٠ دولار، وذلك نظراً لكون أقل سعر يمكن أن تباع به جميع الأسهم هو ١١,٥٠ دولار، والذي نكتشفه بالبدء من أعلى القائمة وجمع عدد الأسهم إلى أن يصل العدد إلى مليون سهم، ويكون سعر آخر كمية هو سعر الاكتتاب، وتباع جميع الأسهم بهذا السعر.

الفصل السادس

الوسطاء وطرق التداول

في هذا الفصل

- ✓ ما الحاجة لوسيط الأسهم؟ وما الفرق بين وسيط الخدمة الكاملة ووسيط التكلفة المنخفضة؟
- ✓ من أشهر الوسطاء في الأسواق الأمريكية؟ وكيف تتم عملية اختيار الوسيط؟
- ✓ ما الأشياء الواجب توافرها لدى الوسيط قبل قرار التعامل معه؟
- ✓ ما أنواع الحسابات لدى الوسيط وكيف يتم التعامل فيها؟
- ✓ ما فوائد التعامل في حساب الهامش وما مخاطره؟
- ✓ هل بالإمكان التعامل بالأسهم بدون التعامل بالفوائد الربوية؟
- ✓ ما المقصود بالبيع المُسبق، وكيف للمستثمر الاستفادة منه؟
- ✓ كيف تعمل أسواق الساعات الإضافية؟ وما هو التداول اليومي؟

يتمثل دور الوسيط، ببساطة، في كونه يقوم بتسهيل عملية التوزيع اللازمة لتداول بضاعة أو خدمة معينة، وهناك حاجة له سواءً في التعاملات التجارية أو غير التجارية. فنجد أن مصنّع السيارات يحتاج إلى وسطاء لتسويق منتجاته وتوزيعها عوضاً عنه، وكذلك الحال بالنسبة لمصنّعي الملابس والأطعمة وغيرها. فعند السؤال عن إمكانية بيع الأسهم وشرائها بدون وسيط نجد أن من غير الممكن القيام بذلك نظراً لحاجة السوق للوسطاء من أجل تنظيم عمل السوق وفك ما قد ينتج من اختناق وازدحام على أماكن تداول الأسهم. إلا أننا نسمع أحياناً عن إمكانية شراء الأسهم بدون وسيط وهي مقولة صحيحة ويقصد بها إحدى طريقتين، الأولى ما تقوم به بعض الشركات من توزيع لأرباحها على شكل أسهم لحاملي الأسهم لديها، وبذلك تمنحهم حصتهم من الأرباح على شكل أسهم بدلاً من دفعها لهم بشكل نقدي، وتعرف هذه الطريقة بـ Dividend Re-Investment Plan. والطريقة الثانية ما تقوم به بعض الشركات ممن يقدم خدمة الشراء

المباشر (Direct Purchase Plan) بدون وسيط، راجع دليل المواقع (صفحة ٣٣٣) للمزيد عن هذه الطريقة. إلا أن جميع هذه الطرق ليست ببديل عملي للوسيط الذي يتيح للمستثمر تداول ما يشاء من أسهم وغيرها. لذا فمن الضروري معرفة أنواع الوسطاء وكيفية اختيار الوسيط المناسب، وكذلك معرفة الدور الذي يلعبه الوسيط في عملية التداول والخدمات التي يقدمها.

هناك نوعان من وسطاء السوق، الأول يعرف بوسيط الخدمة الكاملة (Full Service Broker) والثاني يعرف بوسيط التكلفة المنخفضة (Discount Broker)، نستعرض طبيعة عمل كل نوع وكيفية التعامل معهما فيما يلي.

وسيط الخدمة الكاملة (Full-service Broker)

يقدم وسيط الخدمة الكاملة العديد من الخدمات المالية للمستثمرين، والتي يمكن اختصارها بكونها خدمات تساعد المستثمر على اتخاذ القرار المناسب عند التعامل في الأسهم. أي إن الدور الحقيقي لهذا الوسيط هو افتراض أن المستثمر لا يستطيع اتخاذ القرار بنفسه، إما لعدم معرفته بهذه الأمور أو لعدم توفر الوقت الكافي لديه لمعرفة هذه الأمور ومتابعتها. وتجد في مكتب وسيط الخدمة الكاملة عدداً من السماسرة والبائعين ممن اجتازوا امتحان مهنة السمسرة، والذي يقوم بإعداده كل من سوق نيويورك للأسهم والجمعية الوطنية لبائعي الأسهم. وهذا الامتحان يتطلب أن يكون الوسيط ملماً بالأسواق المالية وعملها ودور الوسطاء والأنظمة والقوانين الصادرة عن هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية. فمن غير المعقول أن يقوم وسيط بإعطاء نصائح مالية للمستثمرين دون أن يكون لديه الخلفية المالية اللازمة، علاوة على النزاهة وحسن التعامل.

فيقوم الوسيط بالاستفادة مما هو متوفر لديه من معلومات مالية وأبحاث ودراسات عن واقع الشركات وتطوراتها المختلفة، والتي يحصل عليها من الخبراء لديه، أو عن طريق بيت الاستثمار الذي يتعامل معه، وتزويد المستثمر بما يتوصل إليه من نتائج. فقد يقترح على المستثمر شراء أسهم شركة ما أو بيعها وقد يجيب على استفسارات المستثمر فيما يخص سبب صعود سهم ما أو هبوطه، ويساعده في عملية اتخاذ قرار البيع والشراء، ثم يقوم بعد ذلك بتنفيذ الأوامر التي يوافق عليها العميل ويحصل على عمولة مالية مقابل ذلك. وبالطبع فهو يحصل على عمولة مقابل عملية الشراء وعمولة أخرى مقابل البيع لاحقاً.

ويقوم الوسيط كذلك بإنهاء إجراءات البيع والشراء عن طريق بيوت المقاصة والتسوية[1] التي يتعامل معها، ويقدم للعميل حساباً جارياً (Checking Account)، كما يحدث في البنوك التجارية،

[1] المقاصة هي إتمام عمليات الدفع والتسليم، والتسوية هي إيداع المبلغ في حساب البائع وتسليم السلعة للمشتري.

ليتمكن العميل من التصرف بما يتبقى لديه من أموال كيفما شاء، بكتابة شيكات مصرفية على الحساب أو عن طريق بطاقات الائتمان أو غيرها من الوسائل الأخرى.

وتختلف نسبة العمولة من وسيط لآخر حسب العلاقة بين الوسيط والعميل وحسب حجم الحساب الذي يتعامل به العميل وعدد مرات البيع والشراء التي يقوم بها، بل ومن الممكن قيام العميل بالتفاوض على مقدار العمولة. وهنا تظهر صعوبة التعامل مع وسيط الخدمة الكاملة في كونه يتقاضى عمولة باهظة مقابل كل عملية، خصوصاً أن هذه العمليات تأتي بناء على اقتراح من قبله وقد تكون صفقات ناجحة أو فاشلة.

وقفة

هذه القدرة التفاوضية المتاحة للعميل من الأمور التي يجهلها معظم المستثمرين، ظناً منهم بأن سعر العمولة شيء ثابت غير قابل للتغيير. فإذا كان لديك مبلغ كبير من المال وتقوم بالبيع والشراء بشكل نشط فقد تطلب من وسيط الخدمة الكاملة خصماً مناسباً على عمولته.

إن عملية اختيار هذا النوع من الوسطاء صعبة للغاية لكثرة الوسطاء في الولايات المتحدة، ولا توجد في الواقع طريقة بسيطة لاختيار هذا النوع من الوسطاء عدا أن يقوم الشخص بالاستثمار فقط عن طريق بيوت الاستثمار الكبيرة والمعروفة. انظر الجدول ٦-١ لنخبة من أبرز وسطاء الخدمة الكاملة حسب تقييم مجلة [سمارت موني] لهم في صيف عام ٢٠٠٤م، والذي تم بناءً على جودة توصياتهم.

وبالطبع بإمكان المستثمر التعامل مع وسيط محلي في البلد الذي يعيش فيه، إن كان خارج الولايات المتحدة، حيث يقوم عدد كبير من البنوك ودور الاستثمار المتخصصة في بعض البلدان العربية بتقديم وساطة الخدمة الكاملة لعملائهم.

الجدول ٦-١: أشهر وسطاء الخدمة الكاملة.

أشهر وسطاء الخدمة الكاملة	الترتيب حسب أفضل أداء لمقترحاتهم (٢١/٧/٢٠٠٤م)
Merrill Lynch	١
Wells fargo	٢
Morgan Stanley Dean Witter	٣
UBS	٤
Salomon Smith Barney	٥
A.G. Edwards	٦
Edward Jones	٧
American Express	٨

(المصدر مجلة Smart Money)

إن جميع ما ذكر أعلاه عن كيفية اختيار وسيط الخدمة الكاملة ينطبق كذلك في حالة الرغبة في التعامل مع وسيط الخدمة الكاملة عن طريق الإنترنت. وهنا ينشأ سؤال عن كيفية عمل وسيط الخدمة الكاملة عن طريق الإنترنت؟ حيث يبدو أن الإنترنت وسيلة فعالة لمن أراد أن يستثمر بنفسه ويبيع ويشتري بأقل أسعار العمولة، ولكن كون الشخص يتعامل مع هذا النوع من الوسطاء والذي يعتمد عادة على التخاطب وجهاً لوجه يبدو غير ممكن!

في الواقع أن وسطاء الخدمة الكاملة لم يأبهوا في بداية الأمر بالتطورات المتسارعة على صعيد الإنترنت، واستمروا بتقديم خدماتهم بالطرق التقليدية التي كانت تتم عادة بقيام العميل بزيارة مكتب الوسيط والتحدث معه طويلاً والتشاور حول تطلعاته المالية وخططه المستقبلية وثروته وطبيعته النفسية، وأمور كثيرة تقع في اختصاص المخططين الماليين (Certified Financial Planners). إلا أنه سرعان ما اكتشف وسطاء الخدمة الكاملة بأن الكثير من المستثمرين بدأ يتجه إلى الإنترنت لسبب رئيسي واحد هو المرونة والسهولة الناتجة عن تداول الأسهم إلكترونياً من منزل الشخص أو من مكتبه واستعراض محفظته الاستثمارية على شاشة الحاسب ومتابعة الأخبار والتطورات المالية المختلفة بيسر وسهولة. عندها اضطر معظم وسطاء الخدمة الكاملة لعرض خدماتهم على الإنترنت، وإتاحة التداول الإلكتروني لزبائنهم.

ولكي يميز نفسه عن منافسه ذي التكلفة المنخفضة يحاول وسيط الخدمة الكاملة تقديم خدمات متعددة، منها إصدار بطاقة ائتمان بمعدل فائدة منافس، والحصول على قروض لشراء المنازل والسيارات، وتقديم المشورة المجانية بشأن الضرائب وكيفية تقليصها، إلى جانب الاستثمار في وسائل مالية أخرى كالسلع والأوراق الآجلة وشراء السندات الحكومية والمؤسسية، وتداول الأسهم الأجنبية. بل بدأ بعضهم بتقديم كشوفات حسابات مفصلة ومتميزة تمكّن العميل من متابعة أداء أسهمه واستثماراته بشكل جيد، والقيام بذلك عن طريق الإنترنت متى ما أمكن ذلك.

الشيء الآخر الذي يقدمه هؤلاء الوسطاء لعملائهم هي الأبحاث والاستشارات التي لا تتوفر لدى وسيط التكلفة المنخفضة. فتجد أن [Merrill Lynch] يوجد لديه أكثر من ٦٥٠ محللاً وخبيراً مالياً يضعهم في متناول زبائنه، ويقدم نتائج أبحاثه لعملائه من الأفراد بالسرعة ذاتها التي يحصل عليها العملاء الكبار من مؤسسات وبيوت استثمار ومحترفين. وما زال معظم هؤلاء الوسطاء في بداية مشوارهم مع الإنترنت، ولكن يبدو أن لديهم فرص كبيرة لاستقطاب العديد من العملاء ممن يحتاجون لمثل هذه الخدمات، حتى وإن لم يستطيعوا منافسة وسيط التكلفة المنخفضة بعدد العملاء وانخفاض التكلفة.

بقي أن نعرف أن نسبة العمولة التي يتقاضاها وسيط الخدمة الكاملة لا تزال عالية وإن كان بعضهم يقدم طبقات من الخدمة يقارب أدناها خدمة وتكلفة ما يقدمه وسيط الخدمة المنخفضة.

وسيط التكلفة المنخفضة (Discount Broker)

ازدادت شعبية وسيط التكلفة المنخفضة بعد ظهور الإنترنت نتيجة التكامل الجيد بين الاثنين، حيث نجد أن الاستثمار عن طريق هذا النوع من الوسطاء يعتمد بشكل كبير على قدرة المستثمر على اتخاذ القرارات الاستثمارية بنفسه، الأمر الذي يعتمد على توفر المعلومات اللازمة للمستثمر. فوجد المستثمر ضالته المنشودة في الإنترنت لما تحويه من معلومات هائلة ومتنوعة ومتجددة كفيلة بجعله قادراً على منافسة كبار المحترفين في اختيار الأسهم المناسبة، ووجد وسيط التكلفة المنخفضة ضالته في فعالية التداول عبر الإنترنت ومرونته وتدني تكلفته.

نجد في الجدول ٦-٢ أسماء أفضل وسطاء التكلفة المنخفضة حسب تصنيف مجلة [سمارت موني] في منتصف عام ٢٠٠٤م والذي تم حسب التكلفة وخدمة العملاء وخدمات التداول والأبحاث التي يقدمها الوسيط.

الجدول ٦-٢: أفضل وسطاء التكلفة المنخفضة حسب تقييم مجلة [سمارت موني].

أفضل وسطاء التكلفة المنخفضة (Discount Brokers)	الترتيب حسب جودة الخدمة والتكلفة، وغيرها – عام ٢٠٠٤م
OptionsExpress	١
Muriel Siebert	٢
TD Waterhouse	٣
Ameritrade	٤
Harris Direct	٥
Firstrade	٦
Scottrade	٧
Wall Street Access	٨

المصدر: مجلة Smart Money

ونجد من باب المقارنة في الجدول ٦-٣ أفضل وسطاء التكلفة المنخفضة حسب تصنيف شركة Gomez في أكتوبر عام ٢٠٠٤م، حسب سرعة موقع الوسيط على الإنترنت، ويمكن الاطلاع على أحدث تقييم من موقع [غوميز] على الإنترنت: http://www.gomez.com.

كيفية اختيار وسيط التكلفة المنخفضة

قد لا يكون سهلاً أن تختار وسيط التكلفة المنخفضة، ولكن بالإمكان أن نتطرق لبعض أهم العوامل التي من الأولى مراعاتها عند اختيار الوسيط. قد يرى القارئ الرجوع لموقع Gomez المذكور أعلاه للاطلاع على آخر نتائج تقييم الوسطاء، أو زيارة الموقع التالي للاطلاع على العديد من النتائج

المقدمة من عدة جهات مستقلة (http://www.investingonline.org/ratings-face.html). وكذلك زيارة موقع [نازداك] لمعرفة وضع الوسيط أو المحلل (http://www.nasd.com)، تجدها تحت معلومات المستثمرين.

الجدول ٦-٣: قائمة أفضل وسطاء التكلفة المنخفضة.

أفضل وسطاء التكلفة المنخفضة (Discount Brokers)	الترتيب حسب سرعة الموقع أكتوبر ٢٠٠٤م
Ameritarde	١
E*Trade	٢
Harris Direct	٣
Brown Co	٤
Chalres Schwab	٥
Scottrade	٦
TD Waterhouse	٧
Fidelity	٨

المصدر: شركة Gomez.com

من الصفات الواجب توافرها في وسيط التكلفة المنخفضة ما يلي:

١. Securities Investor Protection Corporation (SIPC): يجب أن يكون لدى الوسيط على الأقل تأمين من شركة SIPC لتغطية ما لديه من شهادات الأسهم والمبالغ النقدية الخاصة بالمستثمرين. فنجد أن معظم الوسطاء يتعاملون مع SIPC لتأمين كل حساب بما لا يقل عن ٥٠٠ ألف دولار، وهذا التأمين شبيه بالتأمين المتوفر لدى البنوك الأمريكية التي لها عضوية في FDIC، وهو تأمين عن حالات إفلاس الوسيط فقط، ولا يحمي من أية أخطاء أو أضرار أخرى.

٢. من الأفضل أن يكون الوسيط معروفاً ولديه خبرة وتواجد في السوق لا يقل عن خمس سنوات، وبأي حال من الأحوال يجب تجنب الوسطاء المغمورين حتى وإن كانت أسعار العمولة لديهم مغرية. ويجب أن يدرك المستثمر أن بعض الوسطاء لديه القدرة على التلاعب بحساب العميل بعدم تسجيل عمليات التداول بشكل دقيق. كما أن الوسيط غير الأمين يستطيع أن ينفذ عملية بيع أو شراء للعميل بسعر معين ومن ثم يقوم بتسجيلها على العميل بسعر آخر.

٣. يجب ألاّ ينظر المستثمر لتكلفة العمولة (Commission) كأهم العوامل عند اختيار الوسيط، ذلك لأن غلطة واحدة من وسيط سيئ قد تكلف العميل أضعاف ما تم توفيره عن طريق العمولة القليلة. وتأكد تماماً من واقع الخبرة بأن مجال الخطأ في التنفيذ وارد بشكل كبير ويزداد ذلك عند الوسطاء الرديئين. على سبيل المثال ليست جميع برامج الحاسب الآلي

المستخدمة من قبل الوسطاء جيدة! هناك احتمالية إدخال الأوامر بشكل مكرر، أو الإفادة بأنه تم حذف أمر بيع أو شراء حسب طلب العميل ولاحقاً اكتشاف العميل بأن الأمر قد تم تنفيذه، أو أن يسمح النظام ببيع أسهم لا يملكها العميل أو بكمية خاطئة، وما إلى ذلك من الأخطاء الكثيرة التي بلا شك سوف يتحمل المستثمر عواقبها.

٤. يجب أن تتوفر لدى الوسيط خدمة زبائن جيدة بحيث يستطيع العميل أن يستفسر عن حالة حسابه ويجد الإجابة الكافية سواء عن طريق البريد الإلكتروني أو مباشرة عن طريق الهاتف. هناك حالات كثيرة لوسطاء لا يتوفر لديهم عدد كاف من الموظفين للإجابة عن استفسارات العملاء عندما تكون هناك مشكلة في التداول عن طريق الموقع، أو عند وجود حالات استثنائية في السوق.

٥. يجب أن يكون الوسيط سريعاً في تنفيذه لأوامر البيع والشراء وفي إشعار المستثمر حينما يتم التنفيذ. فمن أسوأ ما يمكن أن يقوم به الوسيط هو البطء في تنفيذ الأوامر خصوصاً أوامر التداول بسعر السوق والتي عادة تتطلب التنفيذ السريع لإدراك السعر الذي يرغبه المستثمر.

٦. يجب التأكد من معدل الفائدة على حساب الهامش (Margin Account) في حالة رغبة المستثمر التداول في هذا الحساب، ذلك لأن معدل الفائدة يعود للوسيط، وقد يحدده كيفما يشاء أو قد لا يوجد لديه سعر موحد ويعامل كل زبون على حدة!

٧. يجب التأكد من جودة خدمة الأسعار الآنية (Real Time Quotes) ومدى التأخير في إبرازها على الشاشة إن وجد أي تأخير، ويجب عمل مقارنة لصحة الأسعار المعروضة عن طريق الوسيط مقارنة بما لدى غيره من الوسطاء، وعلى المستثمر ألاّ يعتمد على أسعار الوسيط بشكل كامل.

٨. من المستحسن أن تكون معلومات الحساب آنية بحيث يتم تحديثها فور تغير أي جزء منها من بيع أو شراء أو نتيجة تغير أسعار الأسهم.

أنواع الحسابات لدى الوسيط

يقدم الوسيط الإلكتروني عدة أنواع من الحسابات للمستثمرين، ويتنافس الوسطاء في جودة هذه الحسابات والخدمات التي تقدم من خلالها، ونستعرض فيما يلي ثلاثة أنواع على المستثمر معرفتها واختيار المناسب منها.

الحساب النقدي Cash Account

عند فتح حساب لدى أحد الوسطاء فإن أسهل طريقة للتعامل مع الأسهم تتم بفتح حساب نقدي لدى الوسيط، وعند الشراء في هذا الحساب فإن القيمة الإجمالية للشراء يجب أن تدفع كاملة خلال ثلاثة أيام (ولا يدخل في هذا يوما السبت والأحد). وفي الماضي كانت هذه المدة خمسة أيام ولكن لتطور عمليات التبادل المالي في السنوات الأخيرة تغيرت هذه المدة في عام ١٩٩٦م إلى ثلاثة أيام (T+3)، والعمل جارٍ على تقليصها إلى يوم واحد (T+1). كما يجب على الوسيط إيداع الأسهم المشتراة في الحساب خلال ثلاثة أيام من تاريخ الشراء.

قد يجد المستثمر الجديد أن التعامل في هذا النوع من الحسابات أسهل طريقة للتعامل مع الأسهم حيث يتضح دائماً ما للمستثمر من مال وما عليه. ولأن هذا النوع من الحسابات لا تنتج عنه فوائد ربوية للمستثمر ولا فوائد ربوية عليه، فهو بذلك أقرب الطرق للتعامل بطريقة شرعية إسلامية في مجال الأسهم، راجع الصفحات ٣٥٦-٣٦١ للمزيد عن طرق الاستثمار الإسلامية.

ملاحظة

ظهر تنظيم جديد في ٢٠٠٣/٥م له تأثير كبير على طبيعة التعامل في الحساب النقدي، حيث لا يسمح ببيع أسهم لم تدفع قيمة شرائها بالكامل من النقد المتاح في الحساب. أي أنه لا يسمح للزبون بيع أسهم اشتراها بمبلغ نقدي لم يستقر بعد في الحساب، والذي كما ذكرنا يتطلب ثلاثة أيام لدخوله في الحساب. على سبيل المثال، لو أن لديك مبلغ ١٠ آلاف دولار واشتريت فيها أسهماً ثم قمت لاحقاً ببيعها، وفي أقل من ثلاثة أيام من بيعها قمت بشراء أسهم مرة ثانية بـ ١٠ آلاف دولار، ففي هذه الحالة لا يسمح لك ببيع هذه الأسهم الأخيرة قبل مرور ٣ أيام كاملة منذ البيعة الأولى، منعاً لقيامك بما يعرف بالركوب المجاني Free Ride. وفي حالة مخالفة الزبون لهذا الشرط يتعين على الوسيط معاقبة الزبون بقصر التداول في الحساب لمدة ٩٠ يوماً على الدفع نقداً أو حتى منعه من الشراء، والسماح له بالبيع فقط.

حساب الهامش (الدَين) Margin Account

الهدف من فتح حساب الهامش هو رفع القوة الشرائية للمستثمر، بحيث يستطيع أن يشتري بضعف ما لديه من المال، وبذلك يرفع من قدرته الربحية وبالمقابل يرفع كذلك من مقدار الخسارة التي قد يتعرض لها. إن الطريقة التي يعمل بها حساب الهامش هي أن يقوم العميل بدفع نصف المبلغ المطلوب لشراء الأسهم ويقوم الوسيط بإقراضه المبلغ المتبقي بمعدل فائدة معين.

من أجل فهم الطريقة التي يعمل بها حساب الهامش نفرض أن أحد المستثمرين أراد شراء ألف سهم بسعر ١٠٠ دولار للسهم الواحد، فعليه إيداع مبلغ ٥٠ ألف دولار في حسابه ويقوم الوسيط بإقراضه

٥٠ ألف دولار أخرى ليتمكن من شراء كامل الأسهم المطلوبة . بهذه الحالة يظهر حساب المستثمر كما في الشكل التالي:

القيمة الحالية للأسهم	١٠٠,٠٠٠ دولار (١٠٠٠ سهم × ١٠٠ دولار)
المبلغ المقترض	٥٠,٠٠٠ دولار
صافي الحساب للمستثمر	٥٠,٠٠٠ دولار
ربح / (خسارة)	٠ دولار

هنا لا يوجد ربح أو خسارة في الحساب نظراً لأن سعر السهم لا يزال ١٠٠ دولار. ولكن ماذا يحدث لو أن سعر السهم ارتفع إلى ١٢٠ دولاراً؟

القيمة الحالية للأسهم	١٢٠,٠٠٠ دولار (١٠٠٠ سهم × ١٢٠ دولاراً)
المبلغ المقترض	٥٠,٠٠٠ دولار
صافي الحساب للمستثمر	٧٠,٠٠٠ دولار
ربح / (خسارة)	٢٠,٠٠٠ دولار

أي أن المستثمر لديه ربح ورقي بقيمة ٢٠ ألف دولار (٧٠,٠٠٠ - ٥٠,٠٠٠)، ونقول بأن لديه ربح ورقي بنسبة ٤٠٪ (٢٠,٠٠٠ ÷ ٥٠,٠٠٠) بالرغم من أن السهم ارتفع بنسبة ٢٠٪ فقط. ماذا يحدث الآن لو انخفض سعر السهم إلى ٨٠ دولاراً؟

القيمة الحالية للأسهم	٨٠,٠٠٠ دولار (١٠٠٠ سهم × ٨٠ دولاراً)
المبلغ المقترض	٥٠,٠٠٠ دولار
صافي الحساب للمستثمر	٣٠,٠٠٠ دولار
ربح / (خسارة)	(٢٠,٠٠٠) دولار

ويكون لدى المستثمر خسارة ورقية بقيمة ٢٠ ألف دولار (٣٠,٠٠٠ – ٥٠,٠٠٠)، أي بنسبة ٤٠٪ بالرغم من أن السهم انخفض بنسبة ٢٠٪ فقط. لاحظ أن الوسيط في هذه الحالة لا يزال محتفظاً بماله كاملاً حيث باستطاعته بيع الأسهم كاملة أو جزء منها لاسترجاع المبلغ الذي تم إقراضه. وتظهر المشكلة عندما ينخفض السعر إلى حد معين يخشى الوسيط عنده على القرض ويتصرف بطريقة تضمن حقه كاملاً. ما هو هذا الحد؟ تحدث الخطورة عندما ينخفض سعر السهم بنسبة تفوق ٣٣٪ من السعر الأصلي (في حالة اقتراض ٥٠٪ من المبلغ الإجمالي كما في هذه الحالة). وهذا هو الحد الذي عنده يبدأ الوسيط بالتحرك ضد المستثمر لحفظ حقوقه. لنفرض أن السعر انخفض بنسبة ٣٥٪ إلى ٦٥ دولاراً، فإن الخسارة تكون ٣٥,٠٠٠ دولار:

القيمة الحالية للأسهم	٦٥,٠٠٠ دولار (١٠٠٠ سهم × ٦٥)
المبلغ المقترض	٥٠,٠٠٠ دولار
صافي الحساب للمستثمر	١٥,٠٠٠ دولار
ربح / (خسارة)	(٣٥,٠٠٠) دولار

بالرغم من أن القيمة الحالية ما زالت كافية لتغطية المبلغ المقترض (٦٥,٠٠٠ دولار مقابل ٥٠,٠٠٠ دولار قيمة القرض)، إلا أن العرف لدى الكثير من الوسطاء يقضي بأن يقوم الوسيط في هذه الحالة بإصدار أمر صيانة (Maintenance Call) للزبون ليرفع من قيمة صافي الحساب إلى مبلغ ١٧,٠٠٠ دولار على الأقل، أي أن على المستثمر إيداع ٢٠٠٠ دولار على الأقل. وفي حالة عدم قدرة المستثمر على إيداع المبلغ، يقوم الوسيط ببيع كامل الأسهم أو جزء منها لتصحيح الوضع.

إذاً فحساب الهامش سلاح ذو حدين، عن طريقه يمكن أن تتضاعف الأرباح ويمكن أن تتضاعف كذلك الخسائر. ويجب هنا على المستثمر أن يفهم كيفية تضاعف الخسائر في حساب الهامش، حيث نرى من المثال السابق أن المستثمر الذي دفع مبلغ ٥٠ ألف دولار وحصل على ألف سهم بسعر ١٠٠ دولار للسهم الواحد، قد يخسر كامل رأس ماله فيما لو انخفض سعر السهم إلى ٥٠ دولاراً، أي بنسبة ٥٠٪. أي أن انخفاضاً بنسبة ٥٠٪ يؤدي إلى خسارة بنسبة ١٠٠٪، وذلك مكمن الخطورة من التعامل في حساب الهامش. أما من الناحية الايجابية فعند ارتفاع سعر السهم بنسبة ٥٠٪ فإن المستثمر يربح بنسبة ١٠٠٪.

بقي هناك ناحية إيجابية هامة، وهي أن القوة الشرائية في حساب الهامش تتضاعف بشكل كبير عندما يرتفع سعر السهم، مما يمكّن المستثمر من القيام بمزيد من الاقتراض. ويتم ذلك بسبب إمكانية الاقتراض حسب قيمة الربح الورقية. أي أنه في حالة ارتفاع سعر السهم إلى ١٢٠ دولاراً في المثال السابق، فبالإمكان أن يُستخدم الربح الورقي البالغ عشرين ألف دولار لشراء أسهم إضافية بقيمة إجمالية تصل إلى أربعين ألف دولار، وهكذا يتيح حساب الهامش للمستثمر الاقتراض المتواصل إلى أن يصبح إما مليونيراً أو يخسر كل ما يملكه في الحساب!

وأخيراً إن على المستثمر دفع ثمن الفائدة على المبلغ المقترض والتي تتراوح ما بين ٥ إلى ١٠٪ في العام، أي أن عليه دفع ما بين ٢,٥٠٠ إلى ٥,٠٠٠ دولار بنهاية العام على فرض اقتراضه ٥٠ ألف دولار لمدة عام واحد.

حساب التداول اليومي Day Trading Account

يتيح حساب التداول اليومي للشخص مضاعفة رأس ماله إلى أربعة أضعاف دون دفع أي فائدة مالية مقابل ذلك، ولكن حسب بعض الضوابط والشروط، راجع الصفحة ١٠٩ لاحقاً لمعرفة المزيد عن التداول اليومي.

البيع المُسبق[٢] (Short Selling)

هذه الطريقة الاستثمارية، أو كما يعتبرها البعض طريقة للمضاربة في السوق، تلعب دوراً رئيسياً في بقاء السوق بصورة نشطة ومده بالسيولة اللازمة لجعله سوقاً آنياً مرناً، مما يعود بالفائدة في نهاية الأمر على كافة المستثمرين.

ما هو البيع المُسبق وكيف يتم التعامل به؟ من المعروف أن المستثمر عندما يجد شركة متميزة وذات مستقبل باهر حسب توقعاته فإنه يقوم بشراء أسهمها بالسعر الحالي على أمل أن يبيعها مستقبلاً بسعر أعلى، أي أنه يقوم بتطبيق مفهوم الشراء بسعر منخفض والبيع بسعر مرتفع (Buy low, Sell high). وطبيعي إذا كان المستثمر غير متأكد من الشركة أو لا يعرف عنها الشيء الكثير فإنه يتجنب شراء أسهمها. ولكن ماذا على المستثمر النشط أن يعمل عندما يعتقد حسب تحليلاته الشخصية وتوقعاته بأن سعر سهم الشركة سوف ينخفض في المستقبل القريب أو البعيد؟ هل عليه أن يترك هذه الشركة وشأنها ويتجه إلى استثمارات أخرى، أو أن يبحث عن طريقة معينة للاستفادة من تحليله هذا؟ في الواقع إن الأسواق الأمريكية تتيح للمستثمر بيع أسهم شركة لا يملكها على شرط أن يشتري هذه الأسهم أو جزءاً منها في وقت لاحق عندما يطلب منه الوسيط ذلك. وتعرف هذه الطريقة بطريقة البيع المُسبق، أو البيع Short، على عكس الطريقة العادية، طريقة Long. إذا البيع المُسبق هو بيع أسهم غير مملوكة مع التعهد بالشراء لاحقاً.

مثال

مستثمر يرى بأن شركة ABC مرتفعة السعر عند ٣٥ دولاراً للسهم، ولا يجد تفسيراً لهذا الارتفاع غير المنطقي الذي حدا بسعرها أن يصل إلى هذا الحد. هنا يقرر المستثمر إدخال أمر بيع مُسبق لبيع ألف سهم بسعر السوق الحالي. عندما ينفذ الأمر فإن المستثمر يحصل على مبلغ ٣٥ ألف دولار مقابل هذه الصفقة ويقوم الوسيط بإضافة ثمن البيع إلى حساب المستثمر، الذي بدوره يستطيع أن يتصرف به كيفما يشاء. وعند صدق توقعاته حول مستقبل الشركة فقد ينخفض السعر إلى ٣١ دولاراً، على سبيل المثال، وعندها يقرر القيام بشراء الألف سهم (التي باعها سابقاً) بهذا السعر، ويدفع ٣١ ألف دولار ويحصل على ربح مقداره ٤ آلاف دولار. أي أن الذي يحصل هو عكس الطريقة التقليدية التي يقوم فيها المستثمر بالشراء في الحاضر ومن ثم البيع في وقت لاحق.

2 لم أجد كلمة عربية مناسبة تقابل مصطلح short selling باللغة الإنجليزية، وهناك من يقول بأنها الشراء الآجل، ولا أتفق مع ذلك، بل أرى أن أقرب ترجمة لها هي البيع المُسبق، والذي يعني أن عملية البيع تأتي سابقة لأوانها حيث إنها تأتي قبل عملية الشراء. راجع الصفحة xiv فيما يخص المصطلحات.

مقدار الربح والخسارة

ماذا يحدث لو أن السهم استمر في الصعود على عكس ما توقعه المستثمر؟ لنفرض أن السهم واصل الصعود إلى أن وصل مبلغ ٣٩ دولاراً، عندها يكون المستثمر قد وضع نفسه في موقف لا يحسد عليه. فعليه أن يقرر إما أن يتريث على أمل أن يبدأ السهم بالانخفاض أو أن يقوم بشراء السهم مباشرة خوفاً من مواصلته للصعود فيتجنب دفع مبلغ أكبر من ذلك بكثير فيما لو اضطر للشراء لاحقاً. لاحظ، أنه من ناحية نظرية فإن أكبر قدر ممكن من الربح يمكن أن يحققه المستثمر هو حوالي ٣٥ ألف دولار، وذلك في حالة استمرار السهم في الهبوط إلى أن يصل إلى قرب الصفر، أو أن تعلن الشركة إفلاسها ويحتفظ بما لديه من مبلغ كونه غير مطالب بشراء السهم في هذه الحالة (أو بأسوأ حال قد يضطر لشراء السهم ببضعة سنتات). أما بالنسبة لمدى خسارة المستثمر فهي بلا حدود (على الأقل نظرياً)، ذلك لأن السهم قد يستمر بالصعود إلى مالا نهاية.

من ناحية عملية فإن الذي يحصل عادة هو أن عملية البيع المُسبق تتم في حساب الهامش أو في حساب خاص يطلق عليه حساب البيع المُسبق (Short Account) والذي له خصائص حساب الهامش نفسها. عند إدخال أمر بيع مُسبق فإن الوسيط يقوم بمعاملة هذه العملية على أنها عملية على حساب الهامش والذي يُشترط فيه أن تكون القوة الشرائية كافية لشراء الأسهم المباعة بشكل مُسبق في أي وقت من الأوقات مستقبلاً. فلو فرضنا أن سعر السهم الذي تم بيعه بشكل مُسبق بسعر ٣٥ دولاراً وحصل منه المستثمر على مبلغ ٣٥ ألف دولار في حسابه، قد بدأ بالصعود ووصل إلى ٥٠ دولاراً، وكان هناك طلب من الوسيط بإعادة الأسهم المباعة سابقاً (أي أن على المستثمر شراءها من السوق فوراً)، فمن المفترض أن يكون في الحساب مبلغ كاف لشراء الأسهم بـ ٥٠ ألف دولار، وهو الشيء المهم بالنسبة للوسيط.

من أين تأتي أسهم البيع المُسبق؟

كيف للوسيط السماح للمستثمر ببيع أسهم لا تتوفر شهاداتها لديه؟ من المعروف أن هناك بيوتا متخصصة في عملية تخليص إجراءات بيع الأسهم وشرائها (Clearing House) والتي تحتفظ بشهادات أسهم الشركات لديها، وأنه ممنوع إطلاقا تداول أسهم بدون هذه الشهادات. كيف إذاً يستطيع شخص بيع شيء لا يملكه؟ إن الذي يتم في واقع الأمر أنه في حالة البيع المُسبق يقوم الوسيط باقتراض شهادات مستثمر آخر ويقرضها للبائع، الذي يلتزم بإعادتها عند الطلب لمالكها الأصلي. وبذلك نجد أنه من الممكن لأسهم تملكها أنت كمستثمر أن تُقرض لشخص آخر دون علمك، ويقوم المستثمر بجني الأرباح منها عند هبوط سعرها قبل أن يعيدها إليك! وهذا دائماً ممكن طالما أن شهادات الأسهم المباعة ليست باسمك، وهو ما يتم غالباً حيث إن معظم

المستثمرين لا يطلبون تسجيل الشهادات بأسمائهم بل يتركونها باسم الوسيط أو اسم بيت التخليص!

هل معنى ذلك أن عليك تسجيل شهادات الأسهم باسمك؟ ليس ذلك ضرورياً على الإطلاق، بل إن بقاء الأسهم باسم الوسيط يوفر مرونة قصوى في عملية البيع والشراء، علاوة على السماح بالتعامل عن طريق حساب الهامش. كذلك يجب أن تعرف أن شهادات أسهمك موجودة بالعد والكمال، وفي حالة رغبتك في بيعها أو تسجيلها باسمك فلن تؤثر عليك عملية الإقراض هذه. لذا فقد لا يوجد سبب يمنعك من ترك غيرك يتصرف بأسهمك كيفما يشاء!

حالة توزيع الأرباح

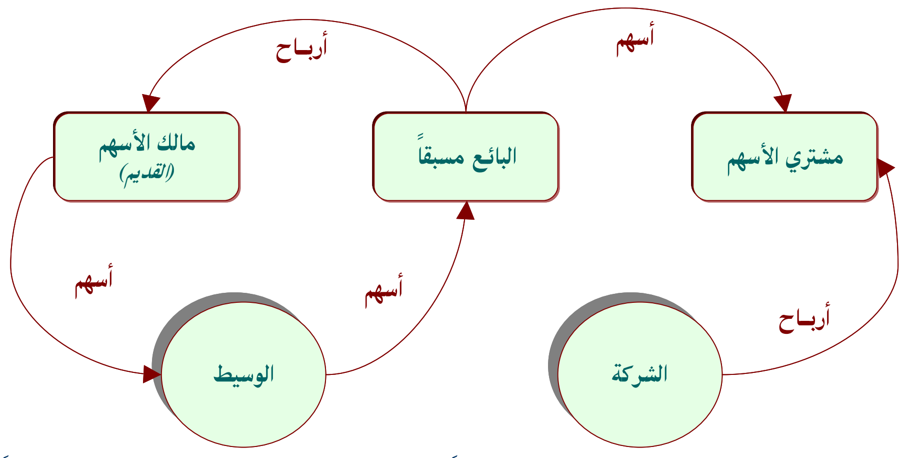
لنفرض أن شخصاً لديه أسهم شركة ما وتم إقراض هذه الأسهم لشخص آخر بطريقة البيع المُسبق. لنفرض أن الشركة قامت بتوزيع أرباحها الفصلية، فهل تذهب هذه الأرباح للشخص الذي اقترض الأسهم وباعها مُسبقاً؟ أم أنها تذهب للشخص الذي اشترى الأسهم ممن باعها مُسبقاً؟ أم أنها تبقى لمالكها الأصلي؟ انظر الشكل ٦-١، الذي يبين حالة سحب الأسهم من المالك الأصلي (المربع الأيسر) إلى الوسيط الذي يقوم بإقراضها لمن يود البيع بشكل مُسبق. في الواقع إن المالك الأصلي للأسهم يجب أن يحصل على الأرباح حيث ليس له علاقة بما يحدث لأسهمه من خلف الكواليس، كذلك فإن من اشترى الأسهم المباعة مُسبقاً هو مالك لهذه الأسهم بشكل قانوني، وطبيعي أن يكون له الحق في الحصول على الأرباح شأنه شأن المالك الأصلي. ولكن من يدفع له الأرباح؟ إن الشركة التي وزعت أرباحاً على مالكي الأسهم تقوم بتوزيع ربح معين عن كل سهم (عادة مرة كل ثلاثة أشهر)، وبذلك فمن الطبيعي أن يحصل المالك الأصلي على هذه الأرباح. أما بالنسبة للمشتري فعلى البائع مُسبقاً أن يدفع له قيمة الأرباح نقداً! وغني عن القول، فإن جميع هذه الإجراءات تتم بشكل أوتوماتيكي وبدون تدخل المستثمر فيها.

وبالصورة نفسها تعالج بقية الأمور كتوزيع الأرباح على شكل أسهم إضافية وعملية تجزئة الأسهم (Stock Split) وغيرها. فالقانون هو ألاّ يتأثر المالك الأصلي للأسهم ولا أن يتأثر المشتري الذي قام بشراء أسهم بيعت له بشكل مُسبق، وإن لم يكن في واقع الأمر يعرف أنه اشترى أسهماً بيعت له بشكل مُسبق.

هدف البائع مُسبقاً

إن أقوى حجة ضد السماح لبيع الأسهم بشكل مُسبق هو المبدأ السلبي الذي ينتهجه من أراد البيع المُسبق. فهذا الشخص في واقع الأمر يطمح من فعلته هذه الإطاحة بسعر السهم وهو بلا شك الأمر الذي يرفضه مالك الأسهم. إلا أن الشيء الذي يستطيع المالك القيام به لمنع البيع المسبق

ضد أسهمه هو أن يقوم إما بتسجيلها باسمه أو الاحتفاظ بها في الحساب النقدي، لا في حساب الهامش، حيث إن النظام يمنع الوسيط من إقراض أي أسهم متواجدة في الحساب النقدي.



الشكل ٦-١: عملية انتقال الأسهم بين كل من باع مسبقاً والمشتري والمالك الأصلي، وضرورة قيام البائع مسبقاً بدفع الأرباح المستحقة للمالك الأصلي للأسهم عند استحقاقها.

ونعود إلى فوائد البيع المُسبق، ونرى أن من أهم فوائده هو أنه يضفي إلى السوق الكفاءة اللازمة للتخلص من الشحوم الزائدة في أسعار الأسهم. فعليك أن تتخيل شركة لديها أسهم عائمة بمقدار مليوني سهم مملوكة بشكل كبير من قبل العاملين في الشركة وعدد من المستثمرين من ذوي النظرة الاستثمارية طويلة المدى، والذين غالباً يحتفظون بأسهمهم لفترة طويلة. في هذه الحالة قد يبقى سهم الشركة بسعره الحالي (والذي قد يكون مرتفعاً حسب رأي المحللين) لفترة طويلة وذلك لعدم وجود من يرغب بيع ما لديه من أسهم. أي أن قوى العرض والطلب لهذا السهم باقية بشكل متساوٍ إلى حد كبير. هنا يكمن دور البيع المُسبق الذي يتيح للمستثمر اقتراض عدد من أسهم الشركة وبيعها بالسعر الحالي للسوق مما يؤدي إلى انخفاض السعر بشكل تدريجي إلى أن يصل إلى السعر الذي يجب أن يكون عليه.

هل البيع المُسبق حرام؟

يسأل كثير من الناس عن الحكم الشرعي للتعامل بالبيع المُسبق، ولن أجيب عن الحكم الشرعي لعدم إلمامي الكامل بجميع الجوانب الشرعية للتعاملات المالية، إلا أنني أقوم هنا بشرح الطريقة التي يتم فيها البيع المُسبق ومن ثم أدعو المختصين الشرعيين للنظر في ذلك وإيضاح مصدر الشبهة فيه.

هناك من حرم البيع المُسبق باجتهادات فردية أو جماعية استناداً إلى ما ورد في الحديث الشريف أن النبي، صلى الله عليه وسلم، قال لحكيم بن حزام ، رضي الله عنه:"لا تبع ما لا تملك" وقيل "لا تبع ما ليس عندك".

ولكن عند النظر إلى الطريقة التي يتم فيها البيع المُسبق، يتبين أن بيع غير المملوك لا ينطبق في هذه الحالة. فمعروف أن المتعاملين في الأسهم يقومون بالاحتفاظ بأسهمهم لدى الوسيط ولا يأخذونها عادة كشهادات ورقية وذلك ليتمكنوا من بيعها بيسر وسهولة عند الحاجة. لذا فإن الذي يحصل غالباً هو أن يتوفر لدى الوسيط عدد كبير من أسهم الشركات لعدد من الزبائن، وعندما يحتاج أحد الزبائن الدخول في عملية بيع مُسبق فإن الوسيط يقوم بإقراضه العدد المطلوب من الأسهم المتوفرة لديه على أن يلتزم الزبون بإعادة الأسهم عند حاجة المالك الأصلي لها. فقد يكون لدى الوسيط، على سبيل المثال، أكثر من مليون سهم لإحدى الشركات، وعندما يريد شخص البيع المُسبق لألف منها فإن الوسيط يقوم بمنحه ألف سهم من المليون المتوفرة لديه، والتي هي في الواقع ملك للزبائن الآخرين. فيقوم الشخص ببيعها فوراً وتودع قيمة البيع في حسابه. وطالما بقي لدى الوسيط عدد من الأسهم يكفي لتغطية الحاجة اليومية لمالكي تلك الأسهم فليس هناك داع لقيام من باع مسبقاً بإعادة الأسهم للوسيط[٣]. ولكن يجب على البائع مسبقاً أن يبقى على أهبة الاستعداد لإعادة الأسهم فيما لو طلب منه الوسيط ذلك، ويتم ذلك بشراء الأسهم من السوق وإعادتها للوسيط الذي بدوره يقوم بإيداعها في حساب مالكها الأصلي.

هنا يجب ملاحظة النقاط الرئيسية التالية:

١. **إن أسهم الشركة الواحدة مطابقة لبعضها البعض، أو حسب تعبير الفقهاء "مثلية"، أي أن ألف سهم من شركة معينة لدى شخص لا تختلف عن ألف سهم لدى شخص آخر من الشركة ذاتها، فيمكن استبدال ما لدى شخص من أسهم بأسهم شخص آخر دون وقوع ضرر على أي من الشخصين. وهي بذلك شبيهة بالحساب المصرفي، فرصيد الشخص من المال لدى البنك عبارة عن رقم معين يمثل مبلغ من المال محفوظ لدى البنك مع أموال زبائن آخرين. أما السلع الأخرى كالأراضي والمباني والمنتجات الأخرى فتكون الملكية فيها مرتبطة بالسلعة ذاتها ولا يمكن استبدالها إلا في حالات معينة.**

٢. **لا يستطيع الشخص بيع أسهم بشكل مُسبق دون توفر الغطاء النقدي الكامل لها، لذا فهو لا يستطيع في الواقع بيع ما لا يملك ولا بيع ما ليس عنده، بل عليه الاحتفاظ بقيمة الأسهم المراد بيعها في**

---

3 ذلك شبيه بما تقوم به البنوك حيث إنها تتصرف بأموال الزبائن نظراً لكون المبالغ المودعة تفوق حاجة الزبائن اليومية.

حسابه ولا يستطيع التصرف بقيمتها حتى يتم شراء الأسهم في وقت لاحق. ومن ليس لديه المال الكافي لتغطية البيع المُسبق فلا يستطيع البيع مسبقاً ولا يسمح له بذلك.

٣. عندما يقوم شخص ببيع أسهم بشكل مسبق فمعروف تماماً أنه يستطيع أن يعيد الأسهم لمالكها الأصلي خلال ثوان معدودة، أولاً لوجود المال الكافي لديه وثانياً لتوفر الأسهم في السوق.

٤. لا يوجد ضرر على من بيعت أسهمه مسبقاً طالما أن الأسهم في واقع الأمر موجودة لديه بالعد والكمال.

٥. إن قيمة البيع المُسبق الداخلة في حساب الشخص والناتجة عن عملية البيع ليست قرضاً من الوسيط بل هي مبلغ من المال ملك للزبون. بل قد يحصل الزبون مقابله عند بعض الوسطاء على فائدة ربوية ضئيلة لصالحه، يمكنه الاستغناء عنها أو التصرف بها بالطريقة الشرعية المناسبة. المهم هنا أن البيع المُسبق لا يعني حصول الشخص على قرض ودفع فائدة ربوية عليه، هذا بالرغم من أن البيع المُسبق يتطلب فتح حساب هامش (دَين) ولكن ذلك لا يعني بالضرورة قيام الشخص بالاقتراض طالما احتفظ لديه بمبلغ كاف لتغطية الأسهم المباعة مسبقاً في جميع الأوقات.

نظرة شرعية

بالإمكان النظر إلى البيع المسبق على أنه عملية اقتراض لأسهم شخص آخر ومن ثم إعادتها إلى صاحبها بالعد والكمال وبشكلها ولونها السابق، لذا فهي مجرد اقتراض لسلعة مثلية، أو إنها من عقود الإجارة الجائزة شرعاً. ولكن من الناحية الفقهية يتبقى علينا تقدير الضرر والمنفعة للمقرض والمقترض، والتي في نظري يجب أن ينظر فيها إلى الصالح العام قبل المصلحة الشخصية. فكما ذكرنا إن البيع المُسبق يضفي إلى السوق الكفاءة اللازمة في قدرته على تعديل الأسعار الطائشة مما يحقق المصلحة العامة ويمنع وقوع الضرر على المستثمرين.

أخيراً تجدر الإشارة إلى أن البيع المُسبق جزء لا يتجزأ من الكثير من العمليات المالية، كما يتم في عمل صنّاع السوق ممن يضطر للبيع المُسبق تلبية لطلبات الشراء من قبل الزبائن، ومن يتعامل في سوق العملات مضطر للبيع مسبقاً نظراً لطبيعة عمل تلك الأسواق، وكذلك من يتعامل في أسواق السلع الآجلة وغيرها. وتجدر الإشارة إلى أن أحد أسباب عدم وجود صنَاع سوق في أسواقنا المحلية، في تقديري، يعود لعدم إمكانية قيامهم بالبيع المُسبق (والذي يعتبر ضرورياً لمد السوق

بالأسهم عند الحاجة)، كما أن التصاعد العشوائي الذي يتم في أسواقنا المحلية يأتي نتيجة السبب ذاته، وإلا لاستطاع المضاربون إرجاع أسعار الأسهم إلى مستواها الطبيعي كلما جنحت الأسهم إلى الأعلى من غير أسباب منطقية.

البيع المُسبق والمضاربة

ماذا لو قامت مجموعة من المضاربين بالتركيز على شركة ما للإطاحة بأسهمها بطريقة البيع المُسبق، فهل يمكن لهم أن ينجحوا في ذلك؟ أليس بإمكانهم اقتراض عدد كبير من الأسهم وبيعها مما يؤدي إلى زيادة العرض على الطلب وبالتالي هبوط السعر؟

إن الجواب على هذا التساؤل ليس بالبساطة الظاهرة، وذلك لتداخل أسباب كثيرة قد تمنع حدوث ذلك مثل المراقبة الحكومية عن طريق هيئة الأسهم الأمريكية وغيرها، ولكن هناك سببين آخرين يجعلان مثل هذه المحاولة صعبة التحقيق:

١. إن عدد الأسهم الممكن بيعها مسبقاً متوفر بشكل محدود لدى كل وسيط، والذي يقوم بالبحث عن أسهم زبون آخر لاقراضها للزبون الراغب في البيع المُسبق، وفي حالة عدم توفرها لديه فقد يجد صعوبة في الحصول عليها من وسيط آخر.

٢. هناك نظام قائم يحد من عملية البيع المُسبق، وهي أنه لا يسمح بهذه العملية إلا في حالة ارتفاع السعر عمّا كان عليه عند آخر عملية بيع أو شراء، أو ما يطلق عليه بمصطلح (Up Tick). فلو أردت أن تبيع مسبقاً وكان السعر الحالي ٢٤,٧٥ دولار للطلب، فقد تبيع بهذا السعر، ولكن بعد ذلك لا يمكن لأحد البيع مسبقاً إلا بعد أن تكون هناك عملية شراء بسعر أعلى من ٢٤,٧٥ دولار، والهدف هنا هو للحد من محاولات الإطاحة بسعر السهم بشكل غير طبيعي.

سوق الساعات الإضافية (Extended Hours Trading)

بالإمكان بيع الأسهم وشرائها عن طريق شبكات التداول المستقلة والتي لا تتبع أياً من الأسواق التقليدية، نيويورك و[نازداك] والسوق الأمريكي، وعن طريقها يتم تداول الأسهم ما قبل الساعات الرسمية للتداول وبعدها، وتختلف أوقاتها من وسيط لآخر إلا أنها غالباً من ٧:٣٠ صباحاً وحتى ٨:٠٠ مساء. هذه الشبكات الإلكترونية تعرف بمسمى (Electronic Communication Networks (ECN)) ومن أشهرها، Instinet، Island، Archipelago، SelectNet، REDIBook.

مخاطر التداول في سوق الساعات الإضافية

هناك بعض المحاذير التي يجب معرفتها قبل الدخول في عمليات البيع والشراء في سوق الساعات الإضافية. كما عرفنا سابقاً فإن سوق نيويورك هو سوق قائم على دور الأخصائي الذي يضفي السيولة اللازمة لتداول الأسهم. كذلك الحال في سوق [نازداك] الذي يعتمد على صناع السوق في تحقيق السيولة اللازمة، ولكن في سوق الساعات الإضافية لا يوجد أخصائي ولا صانع سوق! معنى ذلك أن المستثمر يقع تحت رحمة المستثمرين الآخرين، والذين قد يكونوا أرحم قليلاً من صنّاع السوق أحياناً، ولكن تبقى خطورة التعامل مع أفراد عاديين من أهم المعوقات.

فنجد أن الصعوبة في التعامل في سوق الساعات الإضافية تكمن في عدم توفر السيولة الكافية لجعل التداول يعمل بطريقة طبيعية. والمشكلة في عدم توفر السيولة هي أنه عندما يرغب المستثمر ببيع أسهم ما أو شرائها قد لا يجد عدداً كبيراً من المستثمرين ممن يرغب في البيع والشراء، وبذلك قد يكون السعر المعروض غير طبيعي أو مبالغاً فيه.

كيفية عمل سوق الساعات الإضافية

الطريقة التي يعمل بها سوق الساعات الإضافية هي قيام شبكة الحاسب الآلي بأخذ طلبات البيع والشراء من قبل الوسطاء المسجلين لديها وتسجيلها في "سجل الأوامر" (Orders Book) عادة بجعل الجهة اليسرى لطلبات الشراء وبكمية معينة، والجهة اليمنى لطلبات البيع وبكمية معينة. وعندما يكون هناك التقاء (Match) بين طلب شراء وطلب بيع تتم الصفقة ويسجل سعر هذه الصفقة والوقت الذي تمت به. على سبيل المثال بالإمكان رؤية سجل الأوامر الخاص بخدمة Island (http://www.island.com)، ومن ثم إدخال رمز السهم في مكان Book Viewer (إلى أعلى يمين الشاشة). ومعظم خدمات التداول في سوق الساعات الإضافية لا تقبل الأوامر بسعر السوق، وتقبل فقط السعر المحدد، وذلك لحماية المستثمر من الاستغلال من قبل الآخرين.

كيفية التعامل في سوق الساعات الإضافية

ليس بإمكان الفرد التعامل مباشرة مع الشركات التي تقدم هذه الخدمة، ولكن التعامل يتم عن طريق الوسطاء ممن بدأ في الآونة الأخيرة تقديم تلك الخدمة لعملائه. يحتاج المستثمر عادة إلى تفعيل هذه الخدمة عن طريق موقع الوسيط على الإنترنت، وتتمثل عملية التفعيل بموافقة المستثمر على شروط التداول والإقرار بمعرفة المخاطر الناتجة عن هذه الخدمة.

كذلك بالإمكان متابعة ما يجري في هذه الأسواق الإلكترونية عن طريق موقع [ياهو] باختيار طريقة Real-time ECN عند استعراض سهم ما، حيث تمت إضافة هذه الطريقة مؤخراً لطرق العرض

(Views). لاحظ إن ما تقوم به خدمة [ياهو] هو عرض لأعلى سعر للطلب (Bid) وأقل سعر للعرض (Ask) بين أسواق التداول المسجلة لديها، أي أنك لا تحتاج لمتابعة كل سوق على حدة بل تجدها جميعاً ملخصة في سعر واحد على موقع [ياهو]. وبأي حال من الأحوال يستطيع المستثمر توقع حالة سهم ما قبل أن يفتتح السوق وذلك عن طريق سوق الساعات الإضافية.

أما بالنسبة لتكلفة التداول في سوق الساعات الإضافية فهي تختلف من وسيط لآخر، وقد يكون من المناسب الاستفسار عن تكلفة العمولة وكذلك عن مكان تنفيذ أوامر التداول للتأكد من أن الوسيط بالفعل يقوم بتنفيذ الأوامر في سوق الساعات الإضافية.

التداول اليومي (Day Trading)

التداول اليومي هو الشراء والبيع لعدة مرات خلال اليوم الواحد على أمل أن يحقق المتداول ربحاً بسيطاً جراء كل عملية وبالتالي يخرج في نهاية اليوم بربح معقول يعوضه عن وقته وجهده. وهذا في الواقع ما يقوم به صنّاع السوق والأخصائيون في أسواق التداول كل يوم. الفرق هنا أن المتداول العادي لا يحتاج لترخيص لمزاولة هذا النشاط ولكن عليه دفع رسوم التداول العادية لأحد الوسطاء. كما أن المتداول اليومي غير ملزم بالشراء والبيع كصنّاع السوق، وبالمقابل فإنه لا يستطيع الاستفادة من فارق السعر كصنّاع السوق ممن يدفع عمولة رمزية أو لا يدفع عمولة على الإطلاق.

إن أهم شيء يقوم به المتداول اليومي هو توفير السيولة اللازمة لاستمرارية السوق، شأنه في ذلك شأن صنّاع السوق، إلا أن كثرة المتداولين اليوميين تعطي السوق كفاءة أعلى من لو أن الأمر ترك لصنّاع السوق وغيرهم من العاملين في السوق. فقد تجد أن بعض المتداولين اليوميين ينفذ عدداً كبيراً من العمليات، تصل إلى عشرين أو ثلاثين أمر بيع وشراء في اليوم الواحد، وعادة يكون لديه مبلغ كبير من المال للمخاطرة نتيجة ما قد يواجهه من خسائر متلاحقة في وقت قصير.

ويعود السبب في انتشار التداول اليومي في السنوات الأخيرة إلى الأسباب التالية:

١. **انتشار شبكات الحاسب الآلي وعلى رأسها الإنترنت، مما أتاح للمتداول إمكانية التداول من أي مكان.**

٢. **انخفاض تكلفة التداول وبالتالي انخفاض مقدار العمولة على كل عملية تداول.**

٣. **ظهور بعض القوانين التي تساعد المتداول على منافسة العاملين في السوق. وأهم هذه القوانين تلك التي تخص نظام تنفيذ الأوامر الصغيرة (Small Order Execution System) المعروف بنظام SOES، والذي يقوم بتنفيذ أوامر عامة المتداولين بنفس السرعة التي تنفذ فيها أوامر العاملين في السوق. ولقد بُدء بتطبيق هذا النظام بعد سقوط السوق في عام ١٩٨٧م.**

٤. ظهور نظام إظهار الأسعار، والذي تحدثنا عنه في الفصل الرابع: أسواق تداول الأسهم، صفحة ٧٣، والذي يجبر صنّاع السوق على إبراز الأسعار الداخلية.

٥. ظهور نظام عرض أسعار [نازداك] من المستوى الثاني، راجع الصفحة ٧٧، الذي يقوم بعرض بيانات تفصيلية عن حالة العرض والطلب الخاصة بصنّاع السوق وكمية كل حالة.

وبالرغم من خطورة التداول اليومي، إلا أن له جاذبية خاصة لدى أولئك الذين يبحثون عن المخاطرة ولديهم النظام الصارم لمنعهم من الانزلاق في طريق الخسائر الكبيرة. بواسطة التداول اليومي يستطيع الشخص الحصول على أربعة أضعاف رأس ماله من الوسيط دون دفع أي فائدة عليها، بشرط أن يعاد المبلغ المقترض قبل إغلاق السوق لذلك اليوم. معنى ذلك أن من لديه ١٠٠ ألف دولار نقداً أو كأسهم قوية قابلة للاقتراض (ما يسمى بـ Marginable Securities)، فيكون متاح له ٤٠٠ ألف دولار للتداول اليومي، على أن يعيد ٣٠٠ ألف دولار إلى الوسيط قبل نهاية التداول (أو بالطبع يمكنه الاحتفاظ بمائة ألف دولار كقرض على الهامش إن أراد ذلك). وللقيام بذلك يحتاج الشخص أن يطلب الموافقة على السماح بالتداول اليومي، والذي يتم مباشرة عن طريق الموقع، ومن ثم يقوم بالبيع والشراء كيفما شاء، ولكن يجب الانتباه للضوابط التالية:

١. يتم التداول اليومي في حساب الهامش (حساب الدين)، ولكن ليس بالضرورة أن يقترض الشخص.

٢. يصنف النظام في أمريكا المتداول على أنه متداول يومي منتظم (Pattern Day Trader)، إذا كان يقوم بتنفيذ أربع أو أكثر من عمليات البيع والشراء خلال خمسة أيام متواصلة. أي أنه ذلك الشخص الذي يقوم بالشراء ثم البيع خلال يوم واحد ويكرر ذلك أربع مرات أو أكثر خلال خمسة أيام تداول متواصلة. وما عدا ذلك فلا يعتبر متداولاً يومياً منتظماً، ولا تنطبق عليه ضوابط التداول اليومي.

٣. يشترط النظام ألا يقل حساب المتداول اليومي المنتظم عن ٢٥ ألف دولار في أي وقت من الأوقات، وإذا انخفض عن ذلك فعلى المتداول إيداع مبلغ يغطي هذا النقص، أو الامتناع عن التداول اليومي حتى يعود الحساب إلى أعلى من ٢٥ ألف دولار. وفي الواقع إن النظام يسمح بالاستمرار في التداول اليومي ولكن على أساس ضعف رأس مال الشخص، وليس أربعة أضعافه، حتى نهاية الخمسة أيام، وبعد ذلك إن لم يعاد الحساب إلى ما فوق ٢٥ ألف دولار، فيقصر الحساب على التداول نقداً والخضوع لضوابط الحساب النقدي لمدة ٩٠ يوماً.

٤. يدخل في حساب نهاية التداول اليومي الوقت المخصص للساعات الإضافية، أي أن لدى الشخص حتى الساعة الثامنة مساءً لإعادة الحساب إلى الحد النظامي. ولا ينصح بالانتظار إلى ما بعد إغلاق السوق الرسمي نظراً لجوانب القصور في تنفيذ الأوامر في الساعات الإضافية.

خطورة التداول اليومي

هنا لابد من التذكير بأن التداول اليومي يشكل مخاطرة كبيرة على المتداول نظراً للتقلبات الحادة (Volatility) للأسعار وحدة التنافس بين المتعاملين في الأسواق، وتشير دراسات عديدة أجريت على المتداولين اليوميين أن نسبة قليلة جداً تلك التي تحقق ربحاً معقولاً وإن الاستثمار طويل الأمد هو الأنجح دائماً. بل إن أشد مخاطر التداول اليومي ما يقوم بممارسته المتداولون الجدد عن طريق الإنترنت، والذين لا يدركون بأن من يريد أن يقوم بهذه الطريقة عليه الحصول على بعض التجهيزات الضرورية، كالحصول على المستوى الثاني من أسعار [نازداك] (أو Totalview) والتي بدأت تنخفض تكلفتها في السنوات الأخيرة. وضروري جداً على الراغب في التداول اليومي أخذ دورة تدريبية مناسبة، قد تصل تكلفتها إلى حوالي ٢٠٠٠ دولار، وكذلك شراء بعض البرامج الحاسوبية التي تساعد على تحليل حركة الأسعار وكمية التداول على المدى القصير. ولا ننسى أن معظم وسطاء التداول اليومي يشترطون مبلغ ٢٥ ألف دولار على الأقل لفتح الحساب.

الخلاصة

عند اختيار الطريقة التي يتم بها الاستثمار، فعلى المستثمر التعرف على الطريقتين الرئيسيتين لتداول الأسهم، حيث ذكرنا أن وسيط الخدمة الكاملة يتولى عملية اختيار الأسهم بدلاً من المستثمر، وقد يقوم بعمليات البيع والشراء بنفسه بدون الرجوع للمستثمر. ويأخذ مقابل معرفته وجهده عمولة عالية جداً مقارنة بما يأخذه وسيط التكلفة المنخفضة. هذا الأخير عادة لا يقدم أي مساعدة للمستثمر عدا تنفيذ أوامر البيع والشراء. وتطرق الفصل إلى كيفية اختيار كل نوع من هؤلاء الوسطاء وذكر عدد منهم حسب تقييم بعض الجهات المختصة في عام ٢٠٠٤م.

ويجب على المستثمر معرفة الأنواع الثلاثة الرئيسية للحساب لدى الوسيط، وهي الحساب النقدي، وحساب الهامش، وحساب البيع المُسبق. وذكرنا أن من الأفضل التعامل في حساب الهامش نظراً لكون الكثير من الأدوات الاستثمارية تتم من خلاله، مثل عقود الخيار والمقدرة على البيع المُسبق والتداول اليومي، وغيرها. ويجب التأكد من فهم الطريقة التي يعمل بها حساب الهامش حيث إنه

سلاح ذو حدين، كونه يرفع من العائد بشكل كبير عند صدق توقعات المستثمر، ويؤدي إلى خسائر كبيرة في حالة فشل توقعاته. تم كذلك شرح البيع المُسبق والطريقة التي يعمل بها، ورأينا كيف أن البيع المُسبق يحقق للمستثمر النشط فرصة الاستفادة من هبوط الأسعار، والتي تحدث كثيراً.

في الفصل التالي سوف نقوم بشرح طريقة إدخال أوامر البيع والشراء، بما في ذلك الأوامر الخاصة بالبيع المُسبق (صفحة ١٢١).

الفصل السابع

أوامر البيع والشراء

في هذا الفصل

- ✓ ما أنواع أوامر البيع والشراء التي على المستثمر معرفتها بشكل مفصل ليتمكن من إدخالها بالشكل الصحيح؟
- ✓ كيف يتم إدخال أوامر التعامل في البيع المُسبق؟
- ✓ ما الأخطاء الشائعة في عملية إدخال أوامر البيع والشراء، وكيف تساعد هذه الأوامر على تحقيق الأهداف الاستثمارية؟
- ✓ لماذا يجب على المستثمر تجنب الشراء في اليوم الأول من الطرح؟

عند إدخال أوامر البيع والشراء سواء عن طريق الحاسب الآلي مباشرة أو عن طريق الوسيط هاتفياً أو الحضور شخصياً، فيجب معرفة أنواع هذه الأوامر وكيفية الاستفادة منها. هناك نوعان رئيسيان من أوامر البيع والشراء، الأول أمر بسعر السوق (Market Order) والثاني أمر بسعر محدد (Limit Order) وكمية محددة، قد تكون عادية أو مشروطة بخاصية الكل أو لاشيء (All-or-None). وهناك الفترة الزمنية للأمر وهي إما ليوم واحد (Day Only) أو أنها سارية المفعول حتى إشعار آخر (Good-Till-Cancelled). فيما يلي نستعرض بشكل مفصل أنواع الأوامر التي تستعمل في البيع والشراء، وفوائدها، وكيفية التعامل بها بشكل صحيح وفعال.

أمر بسعر السوق (Market Order)

يعتبر هذا النوع من أوامر البيع والشراء الطريقة الوحيدة لضمان إتمام عملية البيع أو الشراء بشكل فوري، ولكن بسعر غير معروف إلى أن تتم العملية. فمثلا قد يطلب المستثمر من الوسيط (أو عن طريق الإنترنت، هناك مثال لذلك في صفحة ٣٢٥) شراء ١٠٠٠ سهم من شركة ABC بسعر السوق.

Buy 1000 shares, at MARKET

عند وصول الأمر إلى السوق (سواءً سوق نيويورك أو السوق الأمريكي أو سوق [نازداك])، فإن الأمر يُنفذ حسب قيمة أقل سعر للعرض (Offer). تذكر بأن السهم معروض للبيع (Offer) بسعر معين، ومطلوب للشراء (Bid) بسعر معين، راجع الشكل ٤-٢، صفحة ٦٤. وكما ذكرنا سابقاً فقد يحصل المستثمر عند إدخال هذا الأمر على ما يحتاجه من أسهم بأسعار مختلفة حسب قوى العرض والطلب وعدد الأسهم المتوفرة في العرض والطلب.

أمر بسعر محدد (Limit Order)

يستخدم هذا النوع للشراء أو البيع بسعر محدد، بحيث إنه في حالة حدوث الشراء فإن المشتري يضمن الحصول على الأسهم بسعر لا يزيد عن السعر المحدد، وفي حالة حدوث البيع فإن البائع يضمن بيع الأسهم بسعر لا يقل عن السعر المحدد.

Buy 1000 shares, LIMIT Price = $50

يشير المثال على أن الأمر لشراء ١٠٠٠ سهم بسعر محدد يساوي ٥٠ دولاراً، ولا يتم الشراء بأي سعر أعلى من ذلك، بل من الممكن أن يتم الشراء بأقل من هذا السعر، حسب تقلب السعر بين الحين والآخر. وتجب الإشارة إلى أن هذا الأمر لا يعني بالضرورة شراء كامل الكمية المطلوبة، بل شراء أي عدد من الأسهم إلى ١٠٠٠ سهم كحد أقصى.

لضمان شراء كامل الكمية بالسعر المحدد يجب جعل الكمية مشروطة، أو ما يعرف بخاصية التنفيذ بالكل أو لاشيء (All-or-None)، وذلك للتأكد من تنفيذ جميع الأسهم المطلوبة كاملة، أو ألاّ تتم العملية على الإطلاق. فمثلاً قد يرى المستثمر أن يبيع ١٠٠٠ سهم بطريقة الأمر المحدد بسعر ٢٥ دولاراً مع خاصية الكل أو لاشيء، ليضمن في حالة تنفيذ طلبه أن السعر الذي يحصل عليه يكون على الأقل ٢٥ دولاراً، وبكمية تساوي ١٠٠٠ سهم.

Buy 1000 shares, LIMIT Price = $25, All-or-None

إلاّ أن مشكلة الأوامر مشروطة الكمية أنها تفقد أولويتها في التنفيذ للأوامر غير المشروطة، بمعنى أنه لو لم تتوفر الكمية الكاملة فيمكن تنفيذ أمر آخر (ربما بسعر أسوأ من سعر الأمر المشروط). ومشكلة الأمر المحدد (المشروط وغير المشروط) أنه قد لا يتنفذ على الإطلاق نتيجة عدم وصول سعر السوق للسعر المحدد. لذا فإن هذا النوع من الأوامر يستعمل عادة عندما لا تكون هناك رغبة قوية لدى البائع أو المشتري بتنفيذ الأمر بسرعة، فيرى المشتري على سبيل المثال أن يحاول

الحصول على الأسهم المطلوبة بالسعر المحدد، وإن لم يتحقق ذلك فقد يحاول الكرة مرة أخرى في وقت لاحق بالسعر نفسه أو بسعر آخر.

وقد تضاف خاصية الوقت لهذه الأوامر لتحديد فترة سريان الأمر، كما يلي:

Buy 1000 shares, LIMIT Price = $25, Day-Only

والذي يعني أن الأمر ساري المفعول حتى انتهاء التداول في ذلك اليوم. أو إدخال الأمر التالي:

Buy 1000 shares, LIMIT Price = $25, Good-till-Cancelled

والذي يعني أن الأمر ساري المفعول حتى إشعار آخر، وغالباً ما يقوم الوسيط بإلغاء الأمر بعد ثلاثة أشهر، إن لم ينفذ.

سرعة التنفيذ

بالإمكان تصنيف هذه الأوامر حسب سرعة تنفيذها كما يلي:

الأسرع: أمر بسعر السوق (أي بدون تحديد السعر) وبكمية محددة، ولكنها غير مشروطة -- أي بدون خاصية الكل أو لاشيء (All-Or-None):

Buy 1000 shares, at MARKET

أقل سرعة: أمر بسعر محدد وبكمية محددة، غير مشروطة، حيث قد لا تنفذ كامل الكمية، ويحصل المستثمر، على سبيل المثال، على ٤٠٠ سهم فقط بالسعر المحدد، بالرغم من أن الأمر لشراء ١٠٠٠ سهم:

Buy 1000 shares, LIMIT Price = $25

أبطأ: أمر بسعر محدد وبكمية محددة، مشروطة، وهذا الأمر قد لا ينفذ على الإطلاق لعدم وصول سعر السهم للسعر المحدد أو لعدم توفر الكمية الكافية بالسعر المحدد:

Buy 1000 shares, LIMIT Price = $25, All-or-None

وبالإمكان إضافة عامل ساري المفعول حتى إشعار آخر في هذا الأمر الأخير ليستمر الأمر لفترة طويلة إلى أن يتم تنفيذه أو يقوم الوسيط بإلغائه.

أمر الشراء الموقوف (Buy Stop Order)

أمر الشراء الموقوف هو أمر شراء بسعر معين يجب أن يكون أعلى من السعر الحالي للسهم. بمعنى أن يكون الأمر (على سبيل المثال) لشراء عدد معين من الأسهم بسعر ٥٣ دولاراً بالرغم من أن السعر الحالي للسهم ٤٨ دولاراً:

Buy Stop 1000 shares, stop price=$53

ويعنى هذا الأمر أن يتم إدخال أمر شراء لعدد ١٠٠٠ سهم بسعر السوق وذلك عند وصول السعر الحالي للسهم ٥٣ دولاراً.

قد يبدو هذا الأمر عجيباً بعض الشيء عند النظر إليه للوهلة الأولى، حيث يبدو أن من الحكمة أن يتم الشراء بسعر ٤٨ دولاراً (سعر العرض الحالي) بدلاً من السعر الأعلى (٥٣ دولاراً)! لكن هناك سببين رئيسيين لاستخدام هذا النوع من أوامر الشراء:

١. **قد يرى المستثمر بأن الوقت المناسب لشراء السهم هو عند بلوغ السعر مبلغ ٥٣ دولاراً (وليس عند سعر ٤٨ دولاراً الحالي) وذلك حسب ما توصل إليه المستثمر من تحليل فني أو غيره. أو أن المستثمر يرى بأن السهم قد يرتفع بشكل كبير نتيجة إعلان أرباح متميزة أو لأن شركة أخرى توشك على شراء تلك الشركة، الأمر الذي قد يحدث ارتفاعا بالغاً في سعر السهم مما قد يضيع عليه فرصة الشراء. وبهذه الطريقة فإن المستثمر يشتري السهم فيما لو تجاوز السعر مبلغ ٥٣ دولاراً، ولا يشتريه فيما لو لم تصح توقعاته بشأن ارتفاع السعر.**

٢. **قد يرغب المستثمر وضع حد أعلى لشراء تغطية البيع المُسبق، وذلك لتجنب المزيد من الخسارة فيما لو ارتفع السعر على عكس توقعات المستثمر، ذلك لأنه عند بيع ١٠٠٠ سهم بسعر ٤٢ دولاراً (على سبيل المثال) بطريقة البيع المُسبق فإنه يتوجب شراء السهم في وقت لاحق، وعندها قد يرى المستثمر أن من الأفضل وضع طلب شراء لتلك الألف سهم بسعر معين (وليكن ٥٣ دولاراً) لكي يحد من الخسارة في حالة ارتفاع السهم على عكس توقعاته. وتستخدم هذه الطريقة مع الأمر** Buy to Cover **كما سنرى لاحقاً (صفحة ١٢١).**

بقي أن نعرف أن السعر الموقوف (Stop Price) ليس بالضرورة مساوياً للسعر الذي يتم شراء الأسهم به في هذا النوع من أوامر الشراء، أي أنه قد لا يتم شراء الأسهم بسعر ٥٣ دولاراً كما في المثال أعلاه، ذلك لأن الشراء الموقوف يتحول إلى أمر بسعر السوق حال وصول السعر الحالي للسهم للمبلغ المذكور (٥٣ دولاراً). وكما هو معروف فإن أمر سعر السوق ليس له سعر معروف حتى يتم تنفيذه، أي من الممكن أن يتم الشراء بسعر ٥٤ دولاراً أو ٥٥ دولاراً أو أكثر، أو حتى

بسعر ٥٢ دولاراً أو أقل، حسب طبيعة العرض والطلب، إلا أنه عادة يتم تنفيذ الطلب بحدود السعر الموقوف.

ظهر في السنوات الأخيرة الكثير من الوسطاء ممن يتيح للمستثمر إضافة خاصية تحديد السعر في أوامر الشراء الموقوفة، وكذلك خاصية الكل أو لاشيء. في هذه الحالة يتحول الأمر إلى أمر محدد عند وصول سعر السهم إلى السعر المذكور في أمر الشراء الموقوف، بدلاً من تحوله إلى أمر شراء بسعر السوق. في هذه الحالة، يجب ذكر السعر المحدد في طلب الشراء:

Buy Stop 1000 shares, stop price=$53, limit price=$55

هذا مثال لأمر شراء ألف سهم بسعر ٥٥ دولاراً محدداً (أي لا يتم الشراء بأعلى من هذا السعر)، وذلك عندما يصل السعر الحالي للسهم إلى ٥٣ دولاراً. ويجب أن يكون السعر المحدد يساوي السعر الموقوف (Stop) أو يزيد عنه، ولا يصبح الأمر نشطاً (أي يتم تفعيله من قبل السوق) حتى تكون هناك حالة بيع أو شراء بسعر مساوٍ للسعر الموقوف المحدد في الأمر. معنى ذلك أنه لا يكفي وصول سعر العرض أو الطلب إلى ٥٣ دولاراً ليتم تفعيل الأمر، بل يجب أن يتجاوزه. وبالإمكان إضافة خاصية الكل أو لاشيء وخاصية ساري المفعول حتى إشعار آخر لهذه الأوامر، كالمعتاد. وإن كانت هذه الخصائص مهمة للمستثمر فيجب التأكد من توفرها لدى الوسيط قبل فتح الحساب (راجع فقرة الملاحظة في صفحة ١٢٠).

إذاً يدخل في أمر الشراء الموقوف ثلاثة أسعار مختلفة يجب أن تراعى عند إدخال أمر الشراء، وهي:

١. **السعر الحالي للسهم**
٢. **السعر الموقوف**
٣. **السعر المحدد**

حسب الشرطين التاليين:

- **يجب أن يكون السعر الموقوف أعلى من السعر الحالي.**
- **يجب أن يكون السعر المحدد (إن وجد) يساوي السعر الموقوف أو يزيد عنه، أو بمعنى آخر، يجب ألاّ يكون السعر المحدد أقل من السعر الموقوف.**

أمثلة

أوامر الشراء الموقوف التالية صحيحة، على فرض أن السعر الحالي للسهم ٣٠ دولاراً:

Buy Stop, Stop Price=$32, Limit Price=$32

Buy Stop, Stop Price=$32, Limit Price=$33

أوامر الشراء الموقوف التالية غير صحيحة، على فرض أن السعر الحالي للسهم ٣٠ دولاراً:

Buy Stop, Stop Price=$28, Limit Price=$29

السبب: السعر الموقوف أقل من السعر الحالي.

Buy Stop, Stop Price=$40, Limit Price=$39

السبب: السعر المحدد أقل من السعر الموقوف.

Buy Stop, Stop Price=$30, Limit Price=$31

السبب: السعر الموقوف ليس أعلى من السعر الحالي.

سؤال: ما الذي يجعل المستثمر يدخل سعراً محدداً أعلى من السعر الموقوف؟ أي لماذا يقوم الشخص بإدخال الأمر التالي:

Buy Stop, Stop Price=$32, Limit Price=$33

حيث يتضح بأن الأمر سوف يصبح أمر شراء محدد حالما يصل السعر الحالي إلى ٣٢ دولاراً. أليس الأفضل الشراء بسعر ٣٢ دولاراً (أو بحدوده)، بدلاً من الشراء بسعر ٣٣ دولاراً كما هو محدد في أمر الشراء؟

في الواقع إن هذا السؤال هو مجرد اختبار للقارئ للتأكد من الفهم الصحيح لطبيعة هذه الأوامر، حيث إن الذي يحدث في هذه الحالة هو أن يتم الشراء بسعر لا يتجاوز ٣٣ دولاراً، ولا يعني ذلك الشراء بسعر ٣٣ دولاراً!

أمر البيع الموقوف (Sell Stop Order)

أمر البيع الموقوف (والذي يعرف كذلك بأمر إيقاف الخسارة) هو أمر بيع بسعر معين يجب أن يكون أقل من السعر الحالي للسهم. بمعنى أن يكون الأمر، على سبيل المثال، لبيع عدد معين من الأسهم بسعر ٤٣ دولاراً بالرغم من أن السعر الحالي للسهم ٤٨ دولاراً. مثال:

Sell Stop 1000 shares, stop price=$43

في هذا الأمر يود المستثمر إدخال أمر بيع لعدد ألف سهم وذلك عند بلوغ السعر الحالي للسهم ٤٣ دولاراً، وكما ذكرنا سابقاً فإن بيع هذه الأسهم يتم بحدود ٤٣ دولاراً نتيجة تحول الأمر إلى أمر بيع بسعر السوق عندما يتم تفعيل الأمر لاحقاً.

هنا نجد الأمر العجيب نفسه الذي لاحظناه في أمر الشراء الموقوف، أي كيف لنا أن نبيع ما نملكه من أسهم بسعر ٤٣ دولاراً بينما هي تباع في السوق بسعر ٤٨ دولاراً! هناك سببان رئيسيان لاستخدام هذا النوع من أوامر البيع:

١. **قد يرى المستثمر الذي اشترى السهم بسعر ٤٠ دولاراً، على سبيل المثال، وارتفع السهم إلى ٤٨ دولاراً بأنه يحتاج إلى الحفاظ على أرباحه في حالة تدهور السعر في المستقبل، فيقوم بإدخال أمر بيع موقوف بسعر ٤٣ دولاراً، بحيث يتحول الأمر إلى أمر بسعر السوق فيما لو نزل سعر السهم إلى هذا الحد ويتم تنفيذه فوراً، وبالتالي يحافظ على الربح الذي حققه نتيجة ارتفاع السهم.**

٢. **قد يرى المستثمر الذي لا يملك السهم بأنه في حالة وصول سعر السهم إلى حد أدنى، كوصوله إلى سعر ٤٣ دولاراً في هذا المثال، فإن ذلك دليل على احتمال انخفاض السهم إلى سعر أقل من ذلك بكثير، مما قد ينتج عنه فرصة الدخول في عملية بيع مُسبق. عندها يقوم المستثمر ببيع السهم بسعر ٤٣ دولاراً ويشتريه لاحقاً بسعر أقل من ذلك. وتستخدم هذه الطريقة مع أوامر البيع المُسبق كما سوف نرى لاحقاً.**

كما هو الحال في أمر الشراء الموقوف فإن بعض الوسطاء يتيح للمستثمر إضافة خاصية الكل أو لاشيء لهذا النوع من أوامر البيع، ليتحول الأمر إلى أمر محدد عند وصول سعر السهم إلى السعر المحدد في أمر البيع الموقوف، بدلاً من تحوله إلى أمر بيع بسعر السوق. بمعنى أن باستطاعة المستثمر إدخال الأمر التالي، على فرض أن السعر الحالي أكثر من ٤٣ دولاراً:

Sell Stop 1000 shares, stop price=$43, limit price=$42

بهذه الحالة فإن الأمر يعني بيع ١٠٠٠ سهم بسعر ٤٢ دولاراً محدداً، وذلك عند بلوغ السعر الحالي للسهم ٤٣ دولاراً. لاحظ أن السعر المحدد (٤٢ دولاراً) أقل من السعر الموقوف (٤٣ دولاراً) لأن المستثمر في هذه الحالة يود أن يعطي نفسه متسعاً من الوقت لتنفيذ الأمر ولا يود البيع بأقل من ٤٢ دولاراً.

في هذا النوع من الأوامر يجب أن يكون السعر المحدد يساوي السعر الموقوف أو يقل عنه، ولا يتم تفعيل الأمر حتى تكون هناك حالة بيع أو شراء بالسعر الموقوف، أي لا يكفي وصول سعر العرض أو الطلب إلى ٤٣ دولاراً ليتم تفعيل الأمر. وكما في حالة الشراء الموقوف فبالإمكان إضافة خاصية الكل أو لاشيء وخاصية ساري المفعول حتى إشعار آخر لهذا النوع من الأوامر. وهناك ثلاثة أسعار مختلفة يجب أن تراعى عند إدخال هذا الأمر، وهي السعر الحالي للسهم، والسعر الموقوف، والسعر المحدد، حسب الشرطين التاليين:

- **يجب أن يكون السعر الموقوف أقل من السعر الحالي.**

- يجب أن يكون السعر المحدد (إن وجد) يساوي السعر الموقوف أو يقل عنه، أو بمعنى آخر يجب ألاّ يكون السعر المحدد أعلى من السعر الموقوف.

أمثلة

أوامر البيع الموقوف التالية صحيحة، على فرض أن السعر الحالي للسهم ٣٠ دولاراً:

Sell Stop, Stop Price=$25, Limit Price=$25

Sell Stop, Stop Price=$25, Limit Price=$24

أوامر البيع الموقوف التالية غير صحيحة، على فرض أن السعر الحالي للسهم ٣٠ دولاراً:

Sell Stop, Stop Price=$32, Limit Price=$31

السبب: السعر الموقوف أعلى من السعر الحالي.

Sell Stop, Stop Price=$27, Limit Price=$28

السبب: السعر المحدد أعلى من السعر الموقوف.

Sell Stop, Stop Price=$30, Limit Price=$29

السبب: السعر الموقوف ليس أقل من السعر الحالي.

ملاحظة

إن هذه الأنواع من الأوامر لا تقدم من قبل بعض الوسطاء الإلكترونيين، بل إن البعض لا يسمح بها على الإطلاق، والبعض الآخر يقدم جزءاً منها. الكثير ممن يقدم هذه الأوامر يقدم أوامر البيع الموقوف بدون سعر محدد، وتسمى أحياناً Stop Loss. على سبيل المثال، خدمة Etrade الشهيرة لا تسمح بتحديد سعر محدد مع أوامر البيع والشراء الموقوف، مما يعني أن المستثمر لا يستطيع إدخال أمر شراء موقوف، على سبيل المثال، بسعر موقوف = ٥٠ دولاراً، وسعر محدد = ٥٥ دولاراً، والذي قد يحتاج إليه لضمان عدم شراء السهم بأعلى من ٥٥ دولاراً. في حالة Etrade، قد ينفذ الأمر بسعر أعلى بكثير من ٥٠ دولاراً (السعر الموقوف). والمشكلة نفسها توجد في أوامر البيع الموقوف، حيث، بالنسبة لخدمة Etrade، لا يستطيع المستثمر تحديد السعر الذي يقبل به كحد أدنى للبيع عند استعمال أوامر البيع الموقوف!

عند إدخال أمر بيع موقوف محدد (Sell Stop Limit Order) يجب الانتباه لعدم وضع السعر المحدد قرب السعر الموقوف، وذلك لاحتمال عدم تنفيذ الأمر على الإطلاق. بمعنى أن إدخال الأمر

التالي قد لا يتم تنفيذه نظراً لعدم إمكانية تنفيذ العملية بالسرعة المطلوبة لقرب السعر المحدد من السعر الموقوف.

Sell Stop, Stop Price=$30, Limit Price=$29.95

أمر البيع المُسبق (Sell Short)

هو أمر بيع لعدد معين من الأسهم بسعر السوق أو بسعر محدد أو بسعر موقوف، ويتم كما ذكرنا في شرح حساب البيع المُسبق (الصفحة ١٠١) بقيام الوسيط باقتراض أسهم شخص آخر وإعارتها للبائع حتى وقت لاحق، مثال:

Sell Short 1000 shares, at market

Sell Short 1000 shares, limit Price = $25, All-or-None

Sell Short Stop 1000 shares, stop price=$53, limit price=$52

معنى هذا الأمر الأخير أن المستثمر يود إدخال أمر بيع مُسبق لعدد ألف سهم بسعر لا يقل عن ٥٢ دولاراً، وذلك عند وصول السعر الحالي للسهم لمبلغ ٥٣ دولاراً. وكما نعلم يجب أن يكون السعر الحالي للسهم أعلى من ٥٣ دولاراً عند إدخال الأمر. في هذه الحالة يجب أن يكون لدى العميل في حسابه على الأقل ٢٦,٠٠٠ دولار (نصف القيمة) أو ما يعادلها من الأسهم لكي يسمح له الوسيط بإدخال الأمر. عندما تتم عملية البيع فإن الشخص يحصل على مبلغ ٥٢,٠٠٠ دولار في حسابه، ومتى ما أراد الخروج من هذه العملية فعليه أن يقوم بشراء الأسهم وإعادتها للوسيط، والذي بدوره يعيدها لصاحبها الأصلي.

أمر الشراء لتغطية البيع المُسبق Buy to Cover

تتم عملية الشراء لتغطية البيع المُسبق بإدخال أمر شراء لعدد معين من الأسهم بسعر السوق أو بسعر محدد أو بسعر موقوف للخروج من حالة البيع المُسبق، ولا ينفذ الأمر إلا إذا كانت هناك حالة بيع مُسبق فيما قبل. إليك ببعض الأمثلة لهذا النوع من الأوامر:

Buy to Cover 1000 shares, at market

Buy to Cover 1000 shares, limit Price = $25, All-or-None

Buy to Cover 1000 shares, stop price=$53, limit price=$54

لاحظ في الأمر الأخير لشراء التغطية بطريقة الشراء الموقوف يجب ألاّ يقل السعر المحدد عن السعر الموقوف، تماماً كما في أوامر الشراء الموقوف العادية.

أوامر أخرى

هناك أنواع أخرى من أوامر البيع والشراء كانت حتى وقت قريب غير متوفرة للمستثمر الصغير، حيث كانت فقط تمارس من قبل كبار مديري الحسابات والمحترفين وغيرهم من المختصين، وعن طريقها يمكن إدخال أوامر ذات خصائص عديدة تعطي نوعاً من التحكم في مجريات الأمر وطريقة تنفيذه. منها على سبيل المثال الأمر "نفذ فوراً أو ألغ الأمر" (Fill-or-Kill)، والذي يزيل الأمر من قائمة الأوامر إن لم يتم تنفيذه، فلا يبقى مكشوفاً أمام بقية المتداولين. أي أن هذا الأمر يشبه الأمر بسعر السوق في سرعة التنفيذ، ولكنه يمكن أن يكون مشروطاً بسعر أو كمية، فيكون شبيهاً بأمر السعر المحدد. على سبيل المثال، لو أراد شخص بيع ١٠ آلاف سهم بسعر ٢٥ دولاراً، وكان سعر الطلب الحالي ٢٥ دولاراً ولكن بكمية ١٠٠٠ سهم فقط، فإن الذي يحصل هو أن يباع للشخص ألف سهم، أما التسعة آلاف سهم المتبقية فإنها تلغى ولا تظهر في قائمة الأوامر.

وطريقة أخرى متوفرة لدى بعض الوسطاء هي أمر "بسعر السوق إذا وصل السعر إلى حد معين" أو (Market-if-Touched)، والذي يأمر بإدخال أمر بسعر السوق إذا وصل السعر إلى حد معين، وهو عكس أمري الشراء والبيع الموقوف. بمعنى أنه في هذا الأمر يستطيع الشخص أن يشتري السهم بسعر السوق عندما ينخفض السعر الحالي إلى حد معين (والذي لا يمكن القيام به من خلال أي من الأوامر الأخرى)، ويستطيع الشخص البيع بسعر السوق إذا ارتفع السعر الحالي إلى حد معين (الشيء الذي لا يمكن القيام به عن طريق البيع المحدد العادي ولا البيع الموقوف).

وهناك أوامر غالباً لا تتوفر عن طريق الإنترنت ولكن قد يقوم الوسيط بأخذها عن طريق الهاتف، منها أمر "بسعر السوق عند الإغلاق" أو (Market on Close)، وعن طريقه ينفذ الأمر بسعر السوق في الدقائق الأخيرة من التداول، وهو مفيد لمن يرغب شراء السهم أو بيعه حسب آخر سعر لذلك اليوم.

طرق الاستفادة من أوامر البيع والشراء

بالرغم من أن أوامر البيع والشراء هذه تبدو بسيطة إلا أن الكثير يخفق في فهمها بشكل صحيح وبذلك لا يستفيد من مزايا كل طريقة بالشكل الذي يخدم أهدافه الاستثمارية. لننظر إلى الأمثلة التالية ونحاول الإجابة على السؤال المطروح قبل أن نقرأ الجواب على السطر التالي:

إدخال طلب شراء ١٠٠٠ سهم بسعر السوق وبخاصية الكل أو لاشيء.

Buy 1000 shares, All-or-None, at market

هل هذا صحيح؟

الجواب : لا، لأن الأمر بسعر السوق يضمن شراء الكمية كاملة ولا يُسمح بذكر خاصية الكل أو لاشيء.

إدخال طلب شراء بسعر محدد أعلى من السعر الحالي للسهم، أي كأن يكون الأمر لشراء ١٠٠٠ سهم بسعر ٣٤ دولاراً بينما السعر الحالي ٣٢ دولاراً.

Buy 1000 shares, limit Price = $34

هل هذا مقبول؟

الجواب: نعم، ولكن هل يتم الشراء بسعر ٣٤ دولاراً كما هو محدد في أمر الشراء أم بسعر السوق (٣٢ دولاراً)؟ في هذه الحالة يتم الشراء بسعر السوق بشرط ألا يتجاوز ٣٤ دولاراً.

إدخال طلب شراء لعدد ١٠٠٠ سهم بطريقة الشراء الموقوف وبسعر أقل من سعر السوق. أي طلب شراء موقوف لعدد ١٠٠٠ سهم بسعر ٣٤ دولاراً موقوف بينما سعر السوق ٣٦ دولاراً.

Buy Stop 1000 shares, stop price=$34

هل هذا جائز؟

الجواب : لا، لأن طلب الشراء الموقوف يجب أن يكون بسعر أعلى من سعر السوق الحالي. لماذا؟ لأن طبيعة طلب الشراء الموقوف تأمر بإيقاف الشراء حتى يصل السعر الحالي إلى السعر المبين في أمر الشراء، والذي إن لم يكن أعلى من سعر السوق، فسوف يتم تنفيذه فوراً وبذلك فلا يعتبر أمر شراء موقوف. في هذه الحالة قد يكون من الأولى بالمستثمر إدخال أمر شراء محدد بسعر ٣٤ دولاراً.

إدخال طلب بيع مُسبق لعدد ١٠٠٠ سهم بسعر ٤ دولارات محدد، أي:

Sell Short 1000 shares, limit Price = $4

هل هذا جائز؟

الجواب: لا. لأنه لا يسمح غالباً بإجراء البيع المُسبق للأسهم التي سعرها أقل من ٥ دولارات!

كذلك الحال لو عكسنا الأمثلة السابقة إلى أوامر بيع بدلاً من أوامر شراء فسنجد أن الضوابط المذكورة نفسها تنطبق كذلك على حالات البيع.

وأخيراً إليك بعض الأمثلة التي توضح كيفية اختيار أمر البيع أو الشراء حسب أهداف المستثمر.

الحد من الخسارة

دفعت مبلغ ١٠ آلاف دولار لشراء ألف سهم من شركة سعر سهمها عشرة دولارات (أي ١٠٠٠ ×١٠ = ١٠ آلاف دولار)، وتود أن تحد من نسبة الخسارة بحيث لا تتجاوز أكثر من ١٠% من رأس المال المدفوع فكيف تتصرف؟ الجواب: من المستحيل على الشخص أن يضمن عدم خسارة أكثر من ١٠% (عدا عن طريق التعامل في عقود خيار الأسهم، راجع الفصل السادس عشر: عقود الخيار) ولكن قد تستطيع أن تقلل من نسبة الخسارة وأن تضعها بحدود ١٠%. كيف يتم ذلك؟

المحاولة الأولى: لنفرض أنك أدخلت طلب بيع موقوف محدد لعدد ألف سهم بسعر ٩ دولارات، مع خاصية الكل أو لاشيء، وخاصية ساري المفعول حتى إشعار آخر، أي:

Sell Stop 1000 shares, stop price=$9, limit price=$9, All-or-None

ماذا سيحدث في هذه الحالة؟ دعنا نراجع معنى هذا الأمر بشكل واضح. إن ما قمت بطلبه هو بيع ١٠٠٠ سهم مشروطة السعر والكمية متى ما انخفض سعر السهم إلى ٩ دولارات. في هذه الحالة من الممكن أن تخسر أكثر من ١٠% بل ربما تخسر ١٠٠% من رأس المال! كيف؟ عند بلوغ سعر السهم ٩ دولارات فإن الأمر الذي أدخلته يصبح جاهزاً للتنفيذ، ولكن لاحظ أنك اشترطت أن تباع الألف سهم كاملة بسعر ٩ دولارات، وهذا قد لا يتحقق على الإطلاق! على سبيل المثال، في تلك اللحظة قد يكون عدد الأسهم المطلوبة للشراء بسعر ٩ دولارات أقل من ألف سهم وبذلك لن ينفذ الأمر، وقد يواصل السهم هبوطه إلى سعر منخفض، بل ربما تعلن الشركة إفلاسها وتخسر رأس مالك كاملاً. طبعاً بالإمكان تغيير نوع الأمر ولكن في حالة غياب الشخص عن السوق فترة طويلة قد تأتي النتيجة بهذا الشكل.

المحاولة الثانية: لنفرض مرة أخرى أنك أدخلت الأمر السابق نفسه (طلب بيع موقوف محدد لعدد ألف سهم بسعر ٩ دولارات، وساري المفعول حتى إشعار آخر) ولكن بدون ذكر خاصية الكل أو لاشيء.

Sell Stop 1000 shares, stop price=$9, limit price=$9

فهل تكون في هذه الحالة قد حققت هدفك بتجنب خسارة تزيد عن ١٠%؟ الجواب بالطبع لا، وقد تخسر في هذه الحالة أكثر بكثير من ١٠%. لماذا؟

السبب إنه عند بلوغ السهم لسعر ٩ دولارات فقد يتم بيع جزء من الألف سهم وليس جميعها، وذلك لعدم توفر من يريد أن يشتري أكثر من ٥٠٠ سهم (على سبيل المثال) بسعر ٩ دولارات. في هذه الحالة قد يتم بيع ٥٠٠ سهم ويبقى لديك ٥٠٠ سهم. وفي حالة هبوط السعر كثيراً تبقى معرضاً

لخسارة كبيرة. بل إنه من الممكن ألاّ يباع أي من الألف سهم وذلك بسبب عدم وصول أمر البيع في الوقت المناسب!

المحاولة الثالثة: ماذا لو أنك أدخلت طلب بيع موقوف وبدون جعله محدداً لعدد ألف سهم بسعر ٩ دولارات وبدون ذكر خاصية الكل أو لاشيء؟

Sell Stop 1000 shares, stop price=$9

في هذه الحالة قد تخسر أقل أو أكثر بقليل من ١٠٪. لماذا، وبالذات كيف يمكن أن تخسر أقل من ١٠٪؟

مرة أخرى نجد أنه عند وصول سعر السهم إلى ٩ دولارات يصبح الأمر جاهزاً للتنفيذ ويصبح أمر بيع بسعر السوق. وعلى ذلك فقد يتم بيع بعض الكمية بسعر ٩ دولارات وبعضها بسعر أعلى من ذلك والبعض الآخر بسعر أقل من ذلك حسب قوى العرض والطلب. وتذكر دائماً بأنه من الوارد أن يتعرض السهم لهبوط حاد، مشكلاً فجوة سعرية فيسقط فجأة بضع دولارات ولا تستطيع البيع إلا بسعر قليل جداً.

أخيراً، هل بالإمكان ضمان عدم خسارة أكثر من ١٠٪ بأي شكل آخر، حيث إننا وجدنا من الطرق السابقة أنه في كل حالة كان بالإمكان خسارة أكثر من ١٠٪؟ نعم هناك طرق معينة لضمان عدم خسارة أكثر من نسبة معينة وهي طرق حديثة تتطلب استعمال عقود خيار الأسهم (Options) وغيرها من الطرق التي تحقق أهداف التحوط (Hedging)، والتي سوف نتحدث عنها لاحقاً.

شراء في اليوم الأول للطرح الأولي IPO

سمعت عن طرح أسهم شركة لها مستقبل باهر حسب تقديرك وحسب ما سمعته من الكثير من الناس والمحللين، ولم تستطع الحصول على سعر الطرح، فماذا تفعل صباح يوم الطرح؟ ماذا لو أنك قمت بإدخال أمر شراء بسعر السوق قبل بداية التداول عند الساعة ٩:٣٠ صباحاً، لاعتقادك بأن أمر الشراء بسعر السوق يتم تنفيذه بسرعة، وبذلك تحصل على نصيبك من الأسهم قبل أن يرتفع السعر بشكل عال؟

هذا خطأ فادح يجب تجنبه، بغض النظر عن جودة الشركة وما تعتقد من نجاح باهر لها. بل إنه من الخطأ إدخال أمر شراء بسعر السوق قبل افتتاح السوق بغض النظر عمّا إذا كانت الشركة جديدة أم قديمة. عند إدخال هذا النوع من أوامر البيع والشراء بهذا الشكل فإن المستثمر في الواقع يقوم بتقديم أمواله هبة لصناع السوق في سوق [نازداك]، وبشكل أقل لأخصائيي سوق نيويورك والسوق الأمريكي! إن إدخال هذا الأمر يتم استغلاله من قبل صناع السوق بشكل واضح، حيث من المعروف أنهم يجنون الأرباح الطائلة بسبب جهل بعض المستثمرين بهذه الأمور. إن ما

يحدث هنا أن صنّاع السوق يقومون برفع سعر العرض (أي يعرضون أسهماً للبيع بسعر عالٍ) إلى حد مرتفع جداً حالما يكتشفون من خلال أجهزتهم أو حسب ما يتوقعونه بسبب قرب وصول كمية كبيرة من أوامر الشراء بسعر السوق.

معلومة

في منتصف عام ٢٠٠٠م، أمرت محكمة في ولاية [ألاباما] أحد الوسطاء بدفع مبلغ ٢٠٠ ألف دولار لأحد المستثمرين الذي قام بشراء ٥٠٠٠ سهم من أسهم شركة theglobe.com في اليوم الأول للطرح. والذي حدث هنا أن المستثمر قام بإدخال أمر شراء بسعر السوق لعدد ٥٠٠٠ سهم، وكان يتوقع أن يتم الشراء بحدود مبلغ ٩ دولارات، السعر المتوقع للطرح. ولكن تم شراء الأسهم له بسعر ٨٥ دولاراً عند الافتتاح، بمبلغ تجاوز ٤٠٠ ألف دولار. في هذه الحالة استطاع المستثمر ومحاميه من إقناع المحكمة بأن الوسيط كان على خطأ عندما قبل الطلب وهو يدرك إمكانية شراء الأسهم بسعر مرتفع جداً في هذه الحالة. كان من الأفضل على المستثمر أن يدخل الأمر لشراء ٥٠٠٠ آلاف سهم بسعر محدد، ١٢ دولاراً على سبيل المثال.

في حالة الطرح الأولي إن الذي يحدث هو أن صناع السوق ممن لديهم عدد من الأسهم الجديدة، كبنك الاستثمار نفسه وشركاؤه من صناع السوق (Syndicate Group)، يقومون برفع سعر العرض حسب حجم الإقبال المتوقع. وحيث إنهم الوحيدون الذين في حوزتهم عدد من الأسهم الجديدة، فمن صالحهم رفع سعر العرض إلى أعلى حد ممكن. ولضرورة تقليص فارق السعر بين العرض والطلب فإنهم يقومون برفع سعر الطلب (الذي يلزمهم بالشراء) بلا خوف من التزامهم بشراء كميات كبيرة، وذلك للسببين الرئيسيين التاليين:

١. **إن بإمكانهم تحديد كمية قليلة جداً للطلب، بحيث لو أنهم اضطروا لشراء أسهم مستثمر بسعر الطلب فهم ملزمون فقط بشراء كمية قليلة. وكما هو معروف بالنسبة لصنّاع السوق فأقل كمية مسموح بها للطلب أو العرض هي ١٠٠ سهم.**
٢. **إن إمكانية اضطرارهم للشراء ضعيفة جداً، ذلك لأنهم تقريباً الوحيدون الذين يملكون الأسهم عند الافتتاح! إذاً فلا خوف عليهم من جهة الطلب، وعادة لا يقوم من حصل على الأسهم بسعر الطرح بالبيع عند الافتتاح، وبذلك يخلو جو السوق لصنّاعه ويستطيع المحترفون تحديد الأسعار كيفما يشاءون!**

ولو أنه قدر لك أن تحصل على عدد من الأسهم بسعر الطرح والذي عادة لا يزيد عن مائة سهم في أفضل الحالات، سوف تلاحظ أن الوسيط الذي حصلت على الأسهم عن طريقه، والذي يعمل كصانع سوق في أغلب الأحوال، يحثك بشتى الطرق على ألاّ تبيع أسهمك في اليوم الأول، وذلك لكي لا تحد من قدرتهم على رفع السعر بشكل عالٍ.

إن ما نذكره هنا من تجاوزات لصناع السوق ليس بشيء مخالف للقانون لسوء الحظ، وليس من نسج الخيال، فهذه الأمور وغيرها من الحقائق معروفة عند من لهم اطلاع بالسوق وكيفية عمله وما ببواطنه من أمور، وطبيعي ألاّ يكون لدى العاملين بالسوق الرغبة في تثقيف المستثمرين بهذه الأمور!

الخلاصة

إن من الضروري على المستثمر معرفة الآلية التي يتم بها تداول الأسهم لتجنب الوقوع في أبسط وأشهر الأخطاء التي يقع فيها المستثمرون الجدد. رأينا في هذا الفصل كيف أن عملية اختيار الأمر المناسب في الوقت المناسب لتحقيق هدف مناسب، ليست في غاية السهولة كما يبدو لبعض المستثمرين. فلا يكفي أن يعرف المستثمر بأن هناك نوعين من أوامر البيع والشراء، أمر محدود وأمر بسعر السوق، ذلك لأن أوامر البيع والشراء لها خصائص كثيرة وهناك طرق معينة تمكّن المستثمر من الاستفادة منها بشكل جيد.

قليل من المستثمرين يتعامل مع الأوامر الموقوفة، والبعض يتعامل معها دون أن يدرك بشكل جيد كامل خصائصها وطرق استخدامها. يجب أن يمارس هذا النوع من أوامر البيع والشراء من قبل كافة المستثمرين لما يقدمه أمر البيع الموقوف من حماية لرأس المال، وما يقدمه أمر الشراء الموقوف من فرص الحصول على السهم في الوقت المناسب. تحدثنا كذلك عن آلية البيع المُسبق وكيفية إدخال هذا الأمر عند البيع أولاً ومن ثم عند الشراء لتغطية ما تم بيعه مُسبقاً.

3

الباب الثالث

تحليل الأسهم

الفصل الثامن

الجدوى من تحليل الأسهم

في هذا الفصل

- ✓ لماذا يبذل بعض الناس وقتاً طويلاً في البحث والتحري عند شراء جهاز تلفزيون بـ ٢٠٠ دولار ولا يفعلون ذلك عند شرائهم لأسهم بـ ٢٠٠ ألف دولار؟
- ✓ كيف يمكن تقسيم الشركات إلى قطاعات وصناعات معينة لتسهيل عملية تصنيفها؟
- ✓ ما الطريقتان الرئيسيتان لتحليل الأسهم وما الفرق بينهما؟
- ✓ ما المقصود بفرضية كفاءة السوق، وهل بالفعل إن الأسواق المالية في حالة توازن دائم؟

إن من أغرب ما يقوم به كثير من الناس للأسف الشديد هو الدخول في العديد من الشركات بدون القيام بالدراسة الكافية لما هم مقدمون عليه. فالبعض يعتقد أنه لا يحتاج إلى القيام بتحليل وضع الشركة المالي طالما إنه ينوي الاستثمار على المدى القصير أو إنه فقط يود المضاربة على السهم، وهذا خطأ كبير، حيث إن السهم القوي استثمارياً أفضل للمضارب ويحميه من الوقوع وقت الشدة. إن من يتقن أسلوب التحليل المالي يستطيع تجاوز الكثير من الخسائر ويكتشف الفرص القوية متى ما ظهرت له. فنجد كثيراً من الناس يزجون بآلاف الدولارات في سوق الأسهم دون أدنى معرفة لطبيعة الشركة التي يستثمرون بها، وأحياناً دون حتى معرفة اسم الشركة، بل يكتفي باستخدام الرمز الخاص بالشركة والذي يتكون من حرف واحد إلى خمسة أحرف[1]. فقد يقوم المستثمر بالاتصال بالوسيط أو عن طريق الإنترنت ويقوم بطلب شراء عدد معين من الأسهم لشركة رمزها ABCD، والتي غالباً ما يكون قد سمع عنها من صديق أو من أحد المصادر على الإنترنت. وتحدث قصص حقيقية لأناس قاموا بطلب رمز مختلف عن الذي كانوا يتوقعونه نتيجة عدم تأكدهم

[1] تتكون رموز الشركات المسجلة في سوق نيويورك وكذلك السوق الأمريكي من واحد إلى ثلاثة أحرف، بينما رموز شركات نازداك تتكون من أربعة إلى خمسة أحرف.

من الرمز، وتكون النهاية عادة إما مضحكة أو مبكية (حسب النتيجة النهائية) عندما يتم اكتشاف ما تم شراؤه.

والغريب حقاً أن الإنسان عادة ما يبذل جهداً جهيداً ويقضي وقتاً طويلاً في التسوق والمقارنة الدقيقة عندما ينوي شراء جهاز تلفزيون أو جهاز فيديو بسعر لا يتجاوز ٢٠٠ دولار، بينما تجده يقذف آلاف الدولارات في شركات لا يعرف عنها شيئاً على الإطلاق. وقد يكون أحد أهم أسباب مثل هذا التصرف المتهور السهولة اللامتناهية في عملية إنجاز عمليات البيع والشراء للأسهم سواءً بالطرق التقليدية عن طريق الهاتف أو عن طريق شبكة الإنترنت. هذه السهولة تشبه إلى حد كبير الفرق بين الدفع بواسطة بطاقة الائتمان والدفع نقداَ، حيث إن من يدفع نقداً يكون أكثر حرصاً ممن يدفع بواسطة بطاقة بلاستيكية!

وإنه لعجيب حقاً لو أنك طلبت من ذلك المستثمر المتهور الدخول في عملية تجارية مع أحد التجار في المنطقة التي يعيش فيها، كأن يستثمر مبلغ ١٠ آلاف دولار في شركة يملكها صديق له، فإنه لن يقدم على هذا الشيء إلا بعد أن يقوم بمعرفة هذه الشركة وعدد العاملين بها وطبيعة المنتج الذين يقومون بصناعته وعدد الشركات المنافسة ومستقبل منتجاتها ويسأل صديقه ألف سؤال قبل أن يقوم باستثمار ماله في الشركة. ومرة أخرى نجد الشخص ذاته يدفع مبالغ طائلة في شركات مغمورة في سوق الأسهم دون أن يكلف نفسه عناء البحث والتفكير.

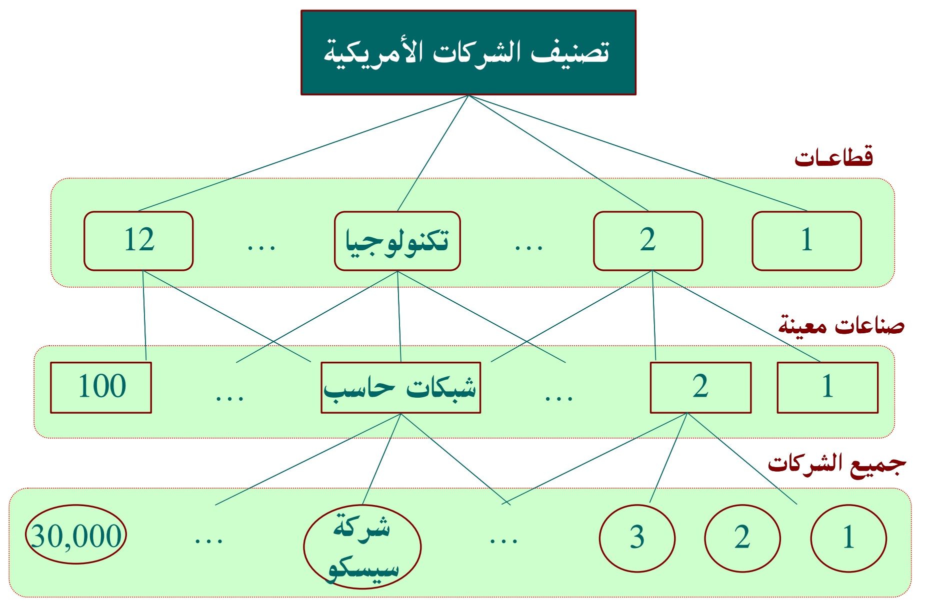
الحقيقة المرة التي يجب على من أراد الدخول في الاستثمار، سواء في الأسهم الأمريكية أو غيرها، أن يدركها هي إن شراء الأسهم يتطلب جهداً أكبر بكثير من شراء جهاز تلفزيون أو فيديو أو مشاركة زميل في الاستثمار بمنشأة محلية صغيرة الحجم سهلة الفهم والتحليل.

تصنيف الشركات

بنظرة سريعة إلى تصنيف الشركات الأمريكية حسب المتبع من قبل شركة [ملتكس] المتخصصة في بيانات الشركات (MarketGuide) نجد أن كل شركة يتم تداول أسهمها في الأسواق الأمريكية تنتمي إلى صناعة معينة (Industry)، كصناعة الملابس أو المشروبات، أو الصناعات الكيميائية أو المنتجات الورقية، أو أجهزة الكمبيوتر أو العقار، وغيرها[٢]، وستجد أن كل مجال صناعي ينتمي بدوره إلى قطاع عام (Sector) يضم العديد من الصناعات، الشكل ٨-١. في هذا المثال نجد إن شركة [سيسكو] (Cisco Systems) تنتمي إلى صناعة شبكات الحاسب الآلي، إلى جانب عدد كبير من الشركات في المجال نفسه، وإن صناعة شبكات الحاسب الآلي تنتمي إلى قطاع التكنولوجيا.

[2] قم بزيارة الموقع (http://biz.yahoo.com/p) لرؤية جميع الصناعات وبعض المعلومات عنها.

وحسب هذا التصنيف فهناك اثنا عشر قطاعاً مستخدمة في تصنيف الشركات، كما هو مبين في الجدول ٨-١ (صفحة ١٣٥)، ومثل هذا التصنيف يعين في فهم موقع كل شركة في سوق الأسهم.



الشكل ٨-١: مثال لتصنيف الشركات حسب قطاعات وصناعات معينة.

هنا يتضح الخطأ الذي يقع فيه كثير من المستثمرين، وهو عدم التركيز على صناعة معينة أو حتى قطاع معين. فنجد من يشتري ويبيع في أسهم شركات قطاع المواد الخام وكذلك شركات قطاع المواد الاستهلاكية الدورية، إلى جانب شركات قطاع النقل والمواصلات والخدمات الصحية! أمر عجيب حقاً أن يستطيع شخص أن يُلم بطبيعة عمل عدد كبير من القطاعات ويستثمر في صناعات مختلفة داخل هذه القطاعات علماً بأن كل قطاع مختلف تماماً عن الآخر. هذا التصرف لا يحدث عند دخول الشخص في استثمارات محلية، حيث قل ما نجد من يملك شركة أدوية ويعمل في مجال العقار ولديه مخبز ومحل حلاقة ومؤسسة خدمات كمبيوتر!

إن الدراسة والفهم الصحيح لما نود أن نستثمر أموالنا فيه أمر في غاية الأهمية ولا يمكن أن ينجح المستثمر في استثماره دون بذل الجهد اللازم لتحقيق الأهداف المطلوبة. وحتى في حالة رغبة الشخص في تنويع استثماراته عليه التركيز على قطاع معين أكثر من غيره، وإن صح التعبير، فعليه التخصص في قطاع معين وعدد قليل من الصناعات داخل هذا القطاع، وقصر التنويع في قطاعات أخرى إلى نسبة قليلة من رأس المال أو في شركات محددة، أو الاستعانة بمدير محفظة أو صندوق استثماري.

سؤال: قد يسأل سائل عن مدى أهمية بذل كل ذلك الجهد لمن أراد أن يستثمر عن طريق مدير محفظة أو عن طريق أحد محترفي السوق أو عن طريق وسيط الخدمة الكاملة. أليس الأمر في غاية البساطة؟ حيث كل ما على المستثمر القيام به فتح حساب لدى أحد هؤلاء المحترفين وترك حرية التصرف فيما يباع ويشترى له؟ أليس من المفترض أن يكون هذا الشخص ملماً بالأسواق المالية ووسائل الاستثمار الناجحة وطرقه، إلى جانب كونه يحمل شهادة متخصصة في هذا المجال ولديه خبرة طويلة من أحد بيوت الاستثمار المعروفة؟

الجواب عن هذا السؤال نعم، إن بالإمكان الاعتماد بشكل كلي أو جزئي على هؤلاء الخبراء، ويحدث ذلك كثيراً في الأسواق المالية، والذي بسببه ظهر قطاع الخدمات والاستشارات المالية في كل مكان. فنجد بيوت الاستثمار التي تقدم خدمات المتاجرة في الأسهم، ونجد دور وسطاء الخدمة الكاملة، ونجد ناشري رسائل النصح والإرشاد في كيفية التعامل مع السوق، إلى جانب من يقدم خدمات اختيار الأسهم وتوقيت الدخول والخروج منها.

لكن السؤال الحقيقي هو كيف نجد من يتقن هذه المهام بالشكل الصحيح؟ وهل تتناسب طرق وأساليب هذا الشخص، أو تلك الجهة، مع الأسلوب الذي يناسبنا؟ وهل درجة المخاطرة مناسبة؟ وهل الفترة الزمنية التي يبني هذا المختص قراراته عليها مناسبة لنا؟ وكيف نعرف إن كان الشخص يعمل لصالحنا ويبذل الجهد المطلوب؟ وإذا عرفنا أن بعض هؤلاء المحترفين يحققون أرباحهم عن طريق عمولات البيع والشراء بغض النظر عن أداء الأسهم التي ينصحون بها، نجد أن الجواب ليس بغاية السهولة[٣]. وطبيعي أنه في حالة توفر هذا المحترف المطلوب واقتناعنا بقدراته فقد يكون الاستثمار عن طريقه هو الحل المناسب. وبديهي جداً أن الهدف الحقيقي من الاستثمار في نهاية الأمر هو تحقيق العائد المالي المطلوب، فإن تحقق ذلك عن طريق شخص آخر بدلاً منا فهذا هو عين الصواب.

وأخيراً فإن الفهم الصحيح لطبيعة الاستثمار لن يذهب أدراج الرياح، حيث إنه بغض النظر عن الطريقة المتبعة للاستثمار، سواءً عن طريق المحترفين أو عن طريق الشخص نفسه، نجد أن الفهم الصحيح لما يدور في عالم الأسهم وطبيعة عملها وكيفية تحليل أداء الشركات والعوامل التي ترتكز عليها عملية اختيار الأسهم المناسبة تعود في النهاية على المستثمر بفائدة عظيمة. فالمعرفة تضفي قدراً كبيراً من الثقة في النفس عند اتخاذ القرار، وتساعد المستثمر في التحاور مع من يدير أمواله بذكاء ومقدرة.

3 تأخذ صناديق الاستثمار غالباً عمولتها كنسبة من رأس مال الصندوق، وبالنسبة لصناديق المحترفين المعروفة باسم صناديق التحوط Hedge Funds فتأخذ غالباً من ١-٢% من رأس مال الصندوق إضافة إلى ٢٠-٢٥% من صافي الأرباح.

الجدول ٨-١: تقسيم الشركات إلى اثني عشر قطاعاً مختلفاً، وعدد الصناعات في كل قطاع.

	القطاع	Sector	عدد الصناعات
١	المواد الخام	Basic Materials	١١
٢	المعدات الكبيرة	Capital Goods	٧
٣	متعددة المجالات (قابضة ضخمة)	Conglomerates	١
٤	مواد استهلاكية دورية	Consumer Cyclical	١٢
٥	مواد استهلاكية غير دورية	Consumer/Non-Cyclical	٨
٦	مجال الطاقة	Energy	٤
٧	مجال الخدمات المالية	Financial	١٠
٨	مجال الخدمات الصحية	Healthcare	٤
٩	مجال الخدمات	Services	٢٥
١٠	مجال التكنولوجيا	Technology	١١
١١	مجال النقل والمواصلات	Transportation	٦
١٢	مجال الكهرباء،والغاز، والماء	Utilities	٣

المصدر: خدمة Yahoo

طرق تحليل الأسهم (Stock Analysis)

لحسن الحظ إن عملية تحليل الأسهم تخضع بشكل كبير لطريقتين فقط: التحليل الأساسي (Fundamental Analysis)، والتحليل الفني (Technical Analysis)[٤]. يعتمد التحليل الأساسي على دراسة جميع جوانب الشركة التشغيلية والمالية والتسويقية وأداء مجلس إدارتها ومديريها التنفيذيين والفنيين وغير ذلك من التفاصيل الخاصة بالشركة، إضافة إلى وضع الشركات المنافسة ووضع الاقتصاد الكلي والعوامل الاقتصادية الأخرى التي قد تؤثر على أداء الشركة.

فالتحليل الأساسي يفحص بشكل دقيق جميع جوانب المخاطرة الناتجة عن الاستثمار في الشركة المراد الاستثمار بها، وتأتي هذه المخاطرة من الشركة نفسها (Company-Specific Risk) ومن السوق نفسه (Market-Specific Risk). فالمخاطرة الخاصة بالشركة تأتي نتيجة عدم قيام الشركة بمهامها التجارية بالشكل المطلوب، أو نتيجة ظهور بديل أفضل لمنتجات الشركة أو

4 هناك في الواقع طريقة ثالثة تعتمد على التحليل "النفسي" للسوق، إلا أنني أعتبرها جزءاً من التحليل الفني.

خدماتها، أو أن الشركة تعتمد على مشترٍ معين أو مورد معين قد تخسره لاحقاً لسبب ما، وهكذا من المخاطر التي قد تعيق نمو الشركة وسعيها نحو تحقيق أهدافها. أما المخاطرة الخاصة بالسوق فهي تأتي بسبب الوضع العام للسوق والاقتصاد والتشريعات الحكومية والمشاكل الدولية المختلفة. فربما تكون الشركة بأحسن حال ومنتجاتها ناجحة للغاية، ولكن قد يتغير الوضع الاقتصادي للبلاد، وقد يسود الاقتصاد جو من الركود أو الكساد (Recession) مما يحد من قدرة المشترين لمنتجات الشركة. وقد تتفاقم نسبة التضخم في البلاد وتزيد البطالة، الأمر الذي يجعل الشركة غير قادرة على بيع منتجاتها بالشكل المطلوب. أضف إلى ذلك العديد من الاعتبارات الأخرى الخاصة بالتنافس الدولي وسعر صرف العملة المحلية وأثر الحروب والمشاكل السياسية وما إلى ذلك، وعندها تجد أن الشركة لا تعمل في معزل عن العالم، وإن هذه المتغيرات قد تؤثر بشكل كبير على سعر سهم الشركة.

أما بالنسبة للتحليل الفني للأسهم فهو يختلف تماماً عن التحليل الأساسي، حيث يعتمد بشكل كبير على ظاهر الأمور في الوقت الحاضر وما تم اكتشافه من حركات وتصرفات تمت في الماضي. فتجد أن المحلل الفني يركز على حركة سعر السهم وكمية التداول واتجاه مؤشرات السوق الفنية وما إلى ذلك من حقائق وأرقام حدثت في الماضي، وعن طريقها يحاول التنبؤ بالمستقبل. إن الافتراض الذي ينطلق منه المحلل الفني هو أن حركة الأسعار تتبع مسارات معروفة تأتي على شكل نماذج معينة تتكرر باستمرار، أي أن التاريخ يعيد نفسه وإن المطلوب فقط هو اكتشاف هذه النماذج مبكراً وإتباع ما توحي به.

الفرق بين المحلل الأساسي والمحلل الفني

يمكن تشبيه الفرق بين المحلل الأساسي والمحلل الفني بالحالة الافتراضية التالية. لنفرض أن هناك سوقاً كبيرة جداً لبائعي الملابس تتكون من مئات البائعين وآلاف المشترين المتواجدين في ساحة دائرية كبيرة، على أطرافها يوجد مئات المحلات الصغيرة. ومن بوابة كبيرة يدخل كل من المحلل الأساسي والمحلل الفني، حيث يمكنهما رؤية جميع المحلات التي تعرض المنتجات وكذلك يريان جموع المشترين والبائعين المنتشرين في كل مكان في هذه الساحة.

هنا نجد أن المحلل الأساسي هو ذلك الشخص الذي يمر على المحلات بهدوء تام بحثاً عن شيء يشتريه. فتراه يمد يده إلى قميص قطني ويفحصه بيديه لمعرفة جودة قماشه وهل هو قطن خالص أم ممزوج، وهل هو من إنتاج مصر أو الهند أو إحدى جزر الكاريبي. ثم قد ينظر إلى قوة خيط التفصيل وأنواع الأزرة المستخدمة والشركة المصنِّعة وجودة التصميم ومتانة القميص وقوته. بعد ذلك يقوم بمقارنة القميص مع قمصان أخرى في محلات أخرى ويقوم بمقارنة الأسعار، ومن ثم يقرر شراء عدد من هذه القمصان لبيعها في وقت لاحق بسعر مناسب، أو قد يحتفظ بها ويلبسها!

في مكان آخر من هذه الساحة نجد المحلل الفني يقوم بعملية مغايرة تماماً لنظيره الأساسي. فهو في الواقع لا يعرف ماذا يريد أن يشتري ولا يعنيه ما سيشتري، بل هدفه الوحيد معرفة الشيء الذي يبدو أن أكثر المتسوقين متجهين لشرائه ليقوم بشرائه على أمل أن يتزايد عدد المشترين لاحقاً مما يؤدي إلى ارتفاع السعر، ويستطيع هو البيع بسعر أعلى من سعر الشراء. وقد يراقب السوق لفترة طويلة ويحاول أن يعرف الشيء الذي تم شراؤه أو بيعه بشكل ملفت للنظر وبأي كمية، ويحاول أن يدرس ما تؤول إليه الأسعار بعد عمليات البيع والشراء، ومن ثم يحاول اكتشاف أسباب تحرك الأسعار باتجاه معين، وهكذا.

لاحظ أن المحلل الأساسي قد قام بشراء القميص نتيجة اعتقاده بأن السعر الحقيقي للقميص يستحق أكثر من سعره الحالي، وإن باستطاعته بيعه في وقت لاحق بسعر أعلى عندما يكتشف بقية المتسوقين جودة هذا النوع من القمصان. فهو يبني قراره على اعتقاده بأن هذا النوع من القمصان جيد وسوف يتزايد طلب الشراء عليه في المستقبل، لذا فهو يسارع بشرائه الآن ويحتفظ به إلى أن يكتشف بقية المتسوقين جودته ويبدءون بشرائه. لاحظ كذلك أن المحلل الفني لديه منطق سليم، فهو لن يُقبل على شراء هذه القمصان حتى يرى بعينيه الكثير من الناس بما فيهم المحللين الأساسيين وهم يتدافعون لشراء القميص، عندها يعلم بأن المحللين الأساسيين قد اتفقوا على قرار معين ويستطيع هو بدوره مشاركتهم "الغنيمة". هذه الطريقة التي يسلكها المحلل الفني تسمى طريقة الاندفاع Momentum Trading، وهي واحدة من طرق كثيرة متاحة للمحلل الفني.

وقفة

حاول أن تتصور سوقاً لا يوجد فيه محللون أساسيون، مجرد محللين فنيين، وحاول أن تتخيل كيف لهذا السوق أن يعمل. أين سيجد المحلل الفني إشارة الشراء التي يأخذها عادة من المحلل الأساسي، طالما أنه لا يوجد في هذا السوق محلل أساسي؟ نتوقع في هذه الحالة حدوث فوضى وعشوائية في البيع والشراء، فعند حدوث أي حركة من أحد المحللين الفنيين سوف يتدافع البقية للشراء ظناً منهم أن هناك تحركاً إيجابياً في ذلك السهم، مما سيرفع السعر لفترة معينة ولكن، آجلاً أم عاجلاً، لن يجد السهم من يود الاحتفاظ به فيتهاوى حيثما كان.

لاحظ أن هدف المحلل الأساسي في هذا التشبيه هو الحصول على القميص باكراً وقبل اكتشاف بقية الناس له، أو عندما يعتقد بأن سعر القميص أصبح متدنٍ جداً لدرجة مغرية فيقوم بشرائه قبل غيره، بينما المحلل الفني يأتي دائماً متأخراً بعض الوقت. كلا المحللين ينتهج مسلكاً مختلفاً تماماً عن الآخر، وكلاهما يعتقد أن طريقته هي الصحيحة، وقد يشير كل منهما إلى نتائج استثماراته حسب الطريقة التي يتبعها ويؤكد أن منهجه صحيح للغاية. ونسأل هل صحيح ما يدعيه كلا الطرفين؟ هل بالإمكان دراسة وضع شركة ما من ناحية أساسية وبذل ما لدينا من جهد لمعرفة قوتها ومستقبلها المالي، واكتشاف فرصة استثمارية لم تخطر على بال الآخرين؟ وهل من الممكن

الاستفادة مما تم اكتشافه بالرغم من معرفة غيرنا بالشيء نفسه؟ هل هو مجدٍ حقاً أن نقوم بدراسة حركة سعر السهم ونعرف من ذلك كيف يتحرك السعر في اليوم التالي، أو في الشهر القادم؟

الجواب عن هذه التساؤلات لا يزال مصدر نقاش واختلاف في الآراء بين الباحثين والأكاديميين من جهة، والمحترفين والمهنيين من جهة أخرى، وهذا ما سوف نتطرق إليه فيما يلي.

فرضية كفاءة السوق[5] (Efficient Market Hypothesis)

يعتقد معظم الأكاديميين بأن الأسواق المالية بشكل عام أسواق ذات كفاءة (أو فاعلية) عالية (Efficient)، مما يجعلها في حالة توازن دائم، وإن اتجاه الأسعار يتبع مساراً عشوائياً (Random Walk) في هذه الأسواق. لذا فعند النظر إلى سعر سهم معين في أي لحظة من اللحظات فإن ما نشاهده هو السعر الذي اتفق عليه جموع البائعين والمشترين ولا يمكن لهذا السعر أن يكون مختلفاً عما هو عليه حالياً! هذا الافتراض يقوم على أساس أن هناك آلاف المحللين والمتابعين لكل شركة من الشركات التي تباع أسهمها في السوق وتشترى، وإن هؤلاء الأشخاص لهم مصالح كبيرة وتدفع لهم مبالغ طائلة لمتابعة تطور وأداء كل شركة تقع تحت اختصاصهم. لذا فمن غير الممكن للقيمة الحقيقية لأي شركة أن تكون مختلفة عما يعكسه سعر السهم الخاص بها في أي لحظة من اللحظات. فلو فرضنا أن القيمة "الحقيقية" للسهم أعلى مما هي عليه الآن، فذلك يعني أن غيرنا من محللين ومتابعين قد اكتشف الشيء ذاته (بحكم أن لدينا جميعاً المعلومات نفسها ولدينا جميعاً عقول تفكر بشكل طبيعي وسليم)، وبناءً على ذلك فمن المفترض أن يقوم هؤلاء المحللون والمتابعون على الفور بشراء السهم، مما سيرفع سعره إلى أن يصل إلى السعر "الحقيقي". ولو فرضنا أن القيمة "الحقيقية" للسهم أقل مما هي عليه الآن، فإن تصرف جموع المشاركين في السوق سيقود لا محالة إلى هبوط السعر إلى مستواه "الحقيقي"! معنى ذلك أن سعر السوق هو السعر "الحقيقي"[6].

بإيضاح أكثر إن ما تعنيه هذه الفرضية المثيرة للجدل هو أنه لسخيف جداً أن نقول انظر إلى سعر هذه الشركة إنه رخيص جداً، أو انظر إلى سعر هذه الشركة إنه مرتفع جداً، ذلك لأن كفاءة السوق تضمن أن السعر الحالي هو السعر الحقيقي والوحيد المتوفر لدينا، وإنه لا يوجد هناك سعر مرتفع ولا سعر منخفض!

هذا المفهوم في الواقع خطير جداً، كونه يعني أن ما يقوم به المحللون الأساسيون والفنيون مضيعة للوقت، ذلك لأن القاعدة التي ينطلق منها هؤلاء الأشخاص (وهي مصدر رزقهم) مبنية على أن

[5] تسمى فرضية (وليست نظرية) لأن النظرية في المفهوم العلمي شيء مثبت ومتفق عليه، وهي ليست كذلك.
[6] السعر الحقيقي غير معروف ولا يمكن معرفته، ولكن سعر السوق يتحرك بشكل عشوائي حول السعر الحقيقي.

السعر الحالي غير صحيح، وإن هناك سعراً آخر (أعلى أو أقل من السعر الحالي من شأنه أن يحقق نسبة عائد مناسبة) سينجلي في المستقبل، وعن طريقه يتحقق الربح المنشود. ولكن فرضية كفاءة السوق تقول بأن السعر الحالي هو السعر الحقيقي، وإن أي سعر في المستقبل هو سعر عشوائي تحكمه ظروف لا نعلم عنها ولن نعلم عنها إلا بعد أن تتحقق.

وقفة

حاول التفكير في معنى هذا الكلام وستجد أنه إن صحت مزاعم هذه الفرضية وعرفنا أنه من المستحيل معرفة اتجاه السعر بشكل مجزٍ، فماذا علينا أن نفعل؟ هل بنا ألا نستثمر على الإطلاق؟ أو أن نستثمر كيفما شاء ونضع أموالنا في أي سهم كان؟ شيء مذهل حقاً ما تذهب إليه هذه الفرضية، والتي طرحت لأول مرة في الستينيات الميلادية في رسالة دكتوراه لشخص يدعى "يوجين فاما"، فيما بعد أصبح بروفسوراً مرموقاً في جامعة شيكاغو ويرشحه البعض حالياً للفوز بجائزة نوبل للاقتصاد. الجواب على ذلك حسبما يقول "فاما"، إن أقصى شيء يمكن أن نحققه هو تحقيق العائد نفسه الذي تحققه السوق ككل ممثلة بمعيار معين (Benchmark) أو مؤشر معين (Index)، كمؤشر [داو جونز] أو مؤشر [أس آند بي] أو غيرهما. أي أن السوق سوف تسلك مساراً معيناً ليس لنا إلا أن نقبل به، وأي محاولة لمعرفة توجه السوق تعارض نفسها!

هذا المفهوم لكفاءة السوق يعرف بالجانب القوي لكفاءة السوق (Strong Form)، وقليل من المحللين والمستثمرين يؤمن به بهذا الشكل، بل إن الكثير يعتقد أن هناك ثغرات في السوق يمكن استغلالها وإن السوق ليست كفؤة بهذه القوة. وكلنا نعلم أن المعلومة، إيجابية كانت أم سلبية، لا تنتشر في جميع أنحاء السوق على الفور، ولا تصل إلى أذهان جميع المستثمرين في الوقت نفسه، هذا بالرغم من سرعة شبكات المعلومات ووسائل البث وتطورها. فلا توجد وسيلة تضمن إيصال محتوى المعلومة لجميع المشاركين في السوق في الوقت نفسه، ولا يمكننا، بأي حال من الأحوال، القول بأن الجميع سيتصرفون بالمعلومة في الوقت نفسه، ولا أن يتصرفوا بالطريقة نفسها!

بل هناك من لديهم معلومات لا تتوفر لغيرهم من المشاركين في السوق، كالعاملين في الشركة وبالذات مجلس إدارتها ومديريها الفنيين ومن لهم دراية باتجاهات الشركة وخططها المستقبلية، والذين يُعرفون بـ "من لهم علاقة داخلية بالشركة" Insiders. فقد تتوفر لهؤلاء الأفراد معلومات عن نتيجة الأرباح، عن عقد متوقع مع شركة كبيرة، عن ثبوت عزم جهة على الاستحواذ على أسهم الشركة بسعر معين، وما إلى ذلك من معلومات حالما تصل إلى بقية المشاركين في السوق، فإن من شأنها أن تؤثر بشكل كبير على سعر السهم. وهذا الواقع ينافي ما تذهب إليه الفرضية بشكلها القوي، والتي تنفي المقدرة على الاستفادة من هذه المعلومات الداخلية، والتي معروف بشكل قاطع أنها تجعل من الممكن تحقيق عائد غير عادي على حساب الآخرين، سواءً قام بها من لهم علاقة داخلية بالشركة أم من تتبع تعاملاتهم.

أما الشكلان الآخران لفرضية كفاءة السوق فيعرفان بالشكل شبه القوي (Semi-strong Form) والشكل الضعيف (Weak-Form). ويمكن تلخيص مفهوم الفرضية بشكلها شبه القوي بأنه من الصعب جداً (بل من المستحيل) على المستثمر أن يحقق مكاسب كبيرة وبشكل مستمر عن طريق ما يتوفر في السوق من معلومات عن الشركات والاقتصاد وغيرها من معلومات ذات تأثير على أسعار الأسهم. أي أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة لعامة الناس، ولن يستطيع الشخص تحقيق مكاسب كبيرة بشكل متكرر سواء اتبع التحليل الأساسي أم التحليل الفني. ولأن السعر الحالي يعكس جميع المعلومات المتاحة لعامة الناس، فلن تكون هناك فرصة لتحقيق ربح غير عادي إلاّ عندما تظهر معلومات جديدة. لكن الشكل شبه القوي لهذه الفرضية يقول بأن المعلومة تصل إلى الجميع بسرعة، وإن سعر السهم يتغير بسرعة تامة تجعل من المستحيل تحقيق أي ربح منه.

معلومة

بالرغم من ذلك، فهناك أمثلة استثنائية لمستثمرين ناجحين ممن حققوا ثروة كبيرة عن طريق سوق الأسهم، واستطاعوا أن "يتغلبوا" على السوق لسنوات طويلة، ويكذبوا بذلك فرضية كفاءة السوق. وأشهر هؤلاء على الإطلاق هو وارين بفيت (Warren Buffett) والذي بدأ الاستثمار بمبلغ ٩,٨٠٠ دولار فقط في عام ١٩٥٠م وتصاعد هذا المبلغ بواسطة المتاجرة بالأسهم إلى أن تجاوز رأس ماله العشرة بلايين دولار في التسعينات الميلادية. وقصته معروفة في الأوساط الاستثمارية ويعتبر من أنجح المحللين الأساسيين على الإطلاق. وغيره كذلك الأسطوري بيتر لينش (Peter Lynch) الذي كان يدير صندوق ماجيلان للأسهم من عام ١٩٧٧م-١٩٩٠م، والذي استطاع أن يحقق عائداً تجاوز ٢٦٪ سنوياً!

إلاّ أن مناصري هذه الفرضية يردون بقولهم إن مثل هذه الحالات شاذة، الأمر الذي يحدث في كل طريقة عشوائية، حيث توجد هناك قيم شاذة عن المألوف، وبالتالي أداء هؤلاء الأشخاص هو مجرد حالة عشوائية شاذة. وهذا بالطبع لا يفسر سر تكرار هؤلاء الأشخاص لأدائهم غير العادي، مما جعل كثير من مناصري الفرضية يعترفون بإمكانية تحقيق عوائد غير عادية ولكنهم يؤكدون أنها تبقى حالات شاذة.

ولكن المؤكد إن الطريقة الوحيدة لتحقيق ربح أعلى من أداء السوق هي فقط بالقبول بنسبة مخاطرة عالية، وتقاس هذه المخاطرة بعدد درجات الانحراف المعياري، أو بُعد الأسعار عن المتوسط (راجع الصفحة ٢٧٤ لبعض الشرح عن الانحراف المعياري). وهذا بالضرورة يعني احتمال تحقيق خسارة أكبر من الخسارة المتحققة من أداء السوق ككل!

بقي الشكل الضعيف لهذه الفرضية والذي يقول بأن جميع حركات السهم السابقة، وكميات التداول وأية أرقام وأشكال بيانية لحركة السهم تمت في الماضي، بما في ذلك البيانات المالية التاريخية، لا تعني شيئاً على الإطلاق، لأن السعر الحالي يعكس جميع هذه التحركات، وبالتالي فإن التحليل الفني

لا يجدي بشيء! لذا يتحدث "يوجين فاما" عن بداياته مع سوق الأسهم وكيف أنه كان يعمل مع شخص وظفه من أجل تصميم نظام يصدر علامات بيع وشراء حسب تحليلات فنية معينة، وكيف أنه وجد أن النظام كان يعمل بشكل جيد عند استخدام بيانات سابقة (تاريخية)، ولكنه يفشل عند تطبيقه على الحاضر أو المستقبل! هذا يعني (حسب ما يعتقد "فاما") إن ما يقوم به المحللون الفنيون في واقع الأمر يعتبر مضيعة للوقت! وبالطبع فإن كثيراً من المحترفين ممن ينتهج التحليل الفني لا يأخذ بهذا الادعاء ويشير إلى نتائج كثيرة متميزة وأدلة فنية واضحة.

ملخص فرضية كفاءة السوق

الشكل القوي: السعر الحالي يعكس جميع المعلومات العامة والخاصة، المعروفة وغير المعروفة، أي أن السعر الحالي هو أفضل سعر ولا يمكن تحقيق ربح غير عادي بأي حال من الأحوال.

الشكل شبه القوي: السعر الحالي يعكس جميع المعلومات العامة والمتاحة للناس، مثل البيانات التاريخية للأسعار والبيانات المالية للشركة، أي أنه لا فائدة من القيام بالتحليل الأساسي ولا الفني.

الشكل الضعيف: السعر الحالي يعكس جميع البيانات التاريخية للأسعار، فلا فائدة من القيام بالتحليل الفني.

بقي أن نؤكد أن هذه الفرضية بجميع أشكالها لا زالت تثير الكثير من الجدل، وبالذات من قبل المحترفين من وسطاء ومحللين ممن يقوم صلب عملهم على تقديم النصح والإرشاد والتنبؤ باتخاذ الأسهم اتجاهاً معيناً في فترة معينة، وتحقيق عوائد أفضل من العوائد الممكنة عن طريق الاستثمار في السوق بشكل عام (عن طريق [أس آند بي] على سبيل المثال). فهناك من يقول بأن ما تذهب إليه فرضية كفاءة السوق يخالف ما يذهب إليه هؤلاء المحترفون، وهذا بطبيعة الحال يؤثر على مصدر عيشهم الذي يعتمد على مد المستثمرين بالمعلومات التي من المفترض أن تجعلهم يحققون عوائد عالية جداً! ولكن هناك الكثير من المحللين الفنيين الذين يتعاملون مع أشكال بيانية للأسهم ويقرؤون أرقاماً معينة (سوف نتطرق لها لاحقاً) ويحققون نتائج جيدة، مما يعني أن على الشخص إيجاد طرق أكثر ذكاءً وينتهج تحليلاً أكثر دهاءً وأبعد أفقاً مما هو متاح للجميع، ليتغلب على فرضية كفاءة السوق. وهناك محللون أساسيون تشير نتائجهم المالية المدققة إلى عوائد متميزة مما يلقي ظلاً من الشك في صحة هذه الفرضية.

وبأي حال من الأحوال إن من المؤكد أن هناك أسواقاً أكثر كفاءة من غيرها، كسوق السندات مثلاً، وهناك أسهم لها كفاءة أكثر من غيرها. فأسهم الشركات الكبيرة تعتبر أكثر كفاءة من أسهم الشركات الصغيرة، وهكذا. ومرة أخرى نؤكد أن هناك شيئاً واحداً ثابتاً في كل هذه المتغيرات، وهو أن هناك فرقاً كبيراً بين من لديه معرفة بهذه الأمور وبين من يجهل هذه المفاهيم جملة وتفصيلا. لذا فإن الاطلاع على هذه الفرضية وغيرها من المفاهيم، بما في ذلك طبيعة عمل السوق، والشركات

وأنواعها، والتحليل الأساسي والفني، وخبرات من سبق في هذا المجال وقصص النجاح والفشل المختلفة، من شأنه أن يعطي المستثمر بعداً استراتيجياً ونظرة ثاقبة للاستثمار لا تتوفر لغيره من المشاركين في السوق. ونحن نعرف المقولة الشعرية العربية التي تؤكد على أن ليس أخو علمٍ كمن هو جاهل!

سؤال

هل تعتقد أن سوق الأسهم المحلية ذات كفاءة عالية؟ من المعروف أنه كلما كانت السوق عريقة وكثر فيها عدد المشاركين، وتوفرت فيها المعلومات للجميع بوقت واحد كانت سوقاً أكثر كفاءة، وهذا في الواقع يدخل في صميم تعريف فرضية كفاءة السوق. وطالما أن معظم أسواقنا المحلية ضعيفة في كل واحدة من هذه العوامل، فالمفترض إذاً أن أسواقنا المحلية ليست ذات كفاءة عالية، مما يعني أن هناك ثغرات كبيرة وكثيرة يمكن للمتداول الحذق استغلالها والاستفادة منها لتحقيق عائد أعلى من المتوسط[٧]!

الجدوى من انتقاء الأسهم

من المعروف أن المحللين في شركة [أس آند بي] هم من أبرز محللي الأسهم في العالم نظراً للخبرة الكبيرة المتوفرة لدى الشركة في هذا المجال، واعتماد الكثير من المحللين في العالم على تقارير [أس آند بي] وما تقدمه من قواعد بيانات مالية. لذا فقد يكون من المستحسن النظر إلى طريقة هؤلاء المحللين في انتقاء الأسهم ومن ثم تقييم نتائجهم على مدى السنوات الماضية.

أولاً إن ما نحاول القيام به هنا هو معرفة ما إذا كانت هناك طريقة لاختيار الأسهم تكون نتيجتها أفضل من أداء السوق بشكل عام (أي مؤشر [أس آند بي] نفسه أو مؤشر [داو جونز])، وبالطبع أفضل من الانتقاء العشوائي. وكما علمنا عند مناقشة فرضية كفاءة السوق إن القيام بهذا الشيء يعتبر صعباً للغاية. الخطوات التي يتبعها محلل [أس آند بي] هي كما يلي:

- **دراسة التقارير الرئيسية للشركة، مثل نموذج 10K (النتائج المالية السنوية المدققة)، ونموذج 10Q (النتائج المالية الفصلية المدققة)، والتقارير السنوية للشركة ومناقشات المؤتمرات الصحفية التي تقوم بها الشركة بعد إعلان الأرباح، ما يعرف بـ Conference Call.**
- **مناقشة إدارة الشركة من خلال الهاتف أو الالتقاء بهم شخصياً لمعرفة توجهاتهم العامة والضغوط التي تواجه ربحيتهم وكفاءة عملياتهم، وهكذا.**
- **إجراء تقديرات أولية للأرباح بناءً على الماضي والتوقعات المستقبلية ومناقشة ذلك مع الإدارة.**

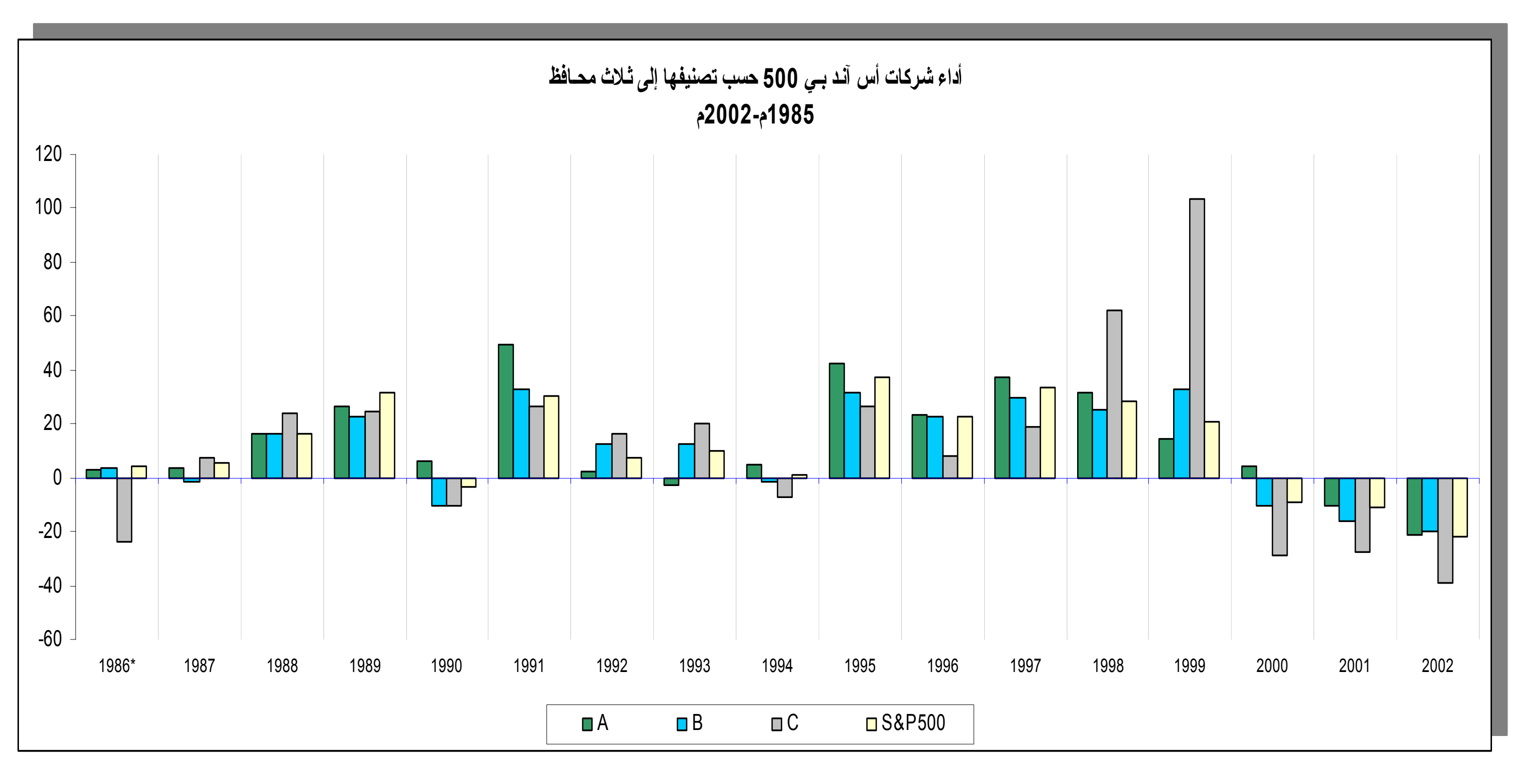
[7] راجع الباب السادس (صفحة ٤٩١) للمزيد حول كفاءة السوق المحلية.

- **تقييم كفاءة إدارة الشركة، وبيئة المنافسة التي تعيش فيها، وضع الموردين والمشترين وعوائق دخول المنافسين إلى مجال عمل الشركة، وتأثير أي تشريعات أو أنظمة جديدة على عمل الشركة.**
- **تقدير القيمة الحقيقية للشركة بتحليل قيمتها الجوهرية والنسبية وتقسيم الشركة إلى أجزاء حسب منتجاتها، ودراسة كل جزء على حدة.**
- **تحديد السعر المستهدف لـ ١٢ شهراً القادمة.**

وبهذا الأسلوب قامت شركة [أس آند بي] بدراسة تحليلية على مدى ١٧ عاماً لمعرفة جودة انتقاء الشركات التي يقوم بها هؤلاء المحللون، وتبين أن أداء الشركات التي تم تصنيفها على أنها عالية الجودة (A) كان أفضل من الشركات متوسطة الجودة (B) وأفضل من ضعيفة الجودة (C)، كما نرى في الشكل ٨-٢، حيث يمثل كل عمود أداء كل فئة من هذه الشركات حسب السنوات المذكورة، والعمود الرابع عبارة عن أداء مؤشر [أس آند بي ٥٠٠].

وقد تبين أن أداء مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] خلال هذه الفترة يساوي ١٠,٨% كعائد تراكمي سنوي، بينما فئة (A) من الشركات حققت ١٢,٣%، وفئة (B) حققت ٩,٥% وفئة (C) حققت ٧,١% كعوائد تراكمية سنوية. وكانت المخاطرة في أسهم الفئة (A) أقل منها في الفئة (B) والتي بدورها حظيت بمخاطرة أقل من فئة (C)، ويقصد بالمخاطرة هنا مقدار تذبذب العائد من عام إلى عام، كما يتم حسابه بواسطة مقياس الانحراف المعياري. ومن ذلك نلاحظ أنه بالإمكان انتقاء شركات ذات أداء أعلى من أداء السوق، وكذلك انتقاء شركات ذات أداء أقل من أداء السوق، وهذا أمر هام جداً ويخالف بالطبع فرضية كفاءة السوق.

أخيراً نشير إلى أن عملية الانتقاء التي تمت في هذه الدراسة كانت مبنية على قوة نمو أرباح الشركة من عام لآخر ومقدار ما تدفعه من أرباح موزعة، الأمر الذي قد يؤخذ على أنه طريقة جيدة لانتقاء الشركات الواعدة.



الشكل ٨-٢: العائد السنوي لثلاث فئات من الأسهم المنتقاة من قبل خبراء [أس آند بي] خلال ١٧ عاماً، وفي ذلك تحد صريح لفرضية كفاءة السوق.

الخلاصة

إن أهم شيئين ذكرا في هذا الفصل هما ضرورة بذل بعض الجهد عند انتقاء الأسهم وضرورة معرفة القواعد التي تسير عليها حركة الأسهم ونمو أداء الشركات. رأينا كذلك الطريقة التي يمكن أن تصنف بها الأسهم، وهي الطريقة المتبعة من قبل Market Guide و Yahoo، وذكرنا أنه من الصعب جداً على المستثمر العادي أن يتابع بجدارة عدة شركات في قطاعات مختلفة وفي صناعات مختلفة. لذا قد يكون من الأنسب التخصص في قطاع أو قطاعين والتركيز على عدد قليل من الصناعات داخل كل قطاع. بهذه الطريقة يستطيع المستثمر معرفة طبيعة عمل الشركات الواقعة في تلك المجالات، ويستطيع متابعة ما لديها من تطورات بشكل جيد.

تم تعريف الطريقتين الرئيسيتين لتحليل الأسهم، وذُكر أن التحليل الأساسي يعتمد على معرفة عمل الشركة ودراسة بياناتها المالية، بينما يعتمد التحليل الفني على دراسة حركة الأسعار وكمية التداول وقراءة المقاييس المختلفة. ومن ثم تم التطرق لفرضية كفاءة السوق التي تؤكد في أحد أشكالها على عدم وجود أي طريقة يستطيع الشخص من خلالها تحقيق عائد يتجاوز العائد العام للسوق، مما يعني أن كلتا الطريقتين الأساسية والفنية غير مفيدتين. وذكرنا أن هذه الفرضية ليست نظرية مثبتة، إلا أن لها دلالات مهمة يجب أخذها بالحسبان عند التفكير في كيفية عمل أسواق الأسهم.

الفصل التاسع

التحليل الأساسي للأسهم

في هذا الفصل

- ما أهم ثلاث قوائم مالية يجب على المستثمر معرفتها؟
- كيف نقرأ القوائم المالية ونتعرف على أداء الشركات عن طريقها؟
- ما هي طرق تقييم الأسهم والتي عن طريقها نكتشف ما إذا كان سعر سهم الشركة معقولاً أم لا؟
- كيف نحسب السعر المستهدف؟

قد يبدو صعباً ومنهكاً أن يقوم المستثمر بدراسة الشركات دراسة جيدة، وتحليل قوائمها المالية ومتابعة المستجدات لديها بشكل مستمر، ولكن الحقيقة المؤكدة أن هناك بعض الخطوات التي يمكن لأي شخص أن يقوم بها، وعن طريقها يكتشف إن كانت الشركة قيد الدراسة صالحة للاستثمار أم لا. ولا تتطلب هذه الخطوات بكل صدق الحصول على شهادة عالية في إدارة الأعمال أو الاستثمار لتطبيقها بشكل صحيح. ونؤكد مرة أخرى أنه بغض النظر عن الطريقة الاستثمارية المراد انتهاجها، بواسطة التحليل الأساسي أو الفني أو عن طريق محفظة أو غيرها، فإن معرفة هذه الأمور سوف تجعل من القارئ مستثمراً ناجحاً ملماً بما حوله من مفاهيم تجارية، وقادراً على اتخاذ القرار الصحيح.

وقبل أن نبدأ بدراسة التحليل الأساسي بشكل مفصل، علينا أولاً معرفة ما تحتويه أهم ثلاث قوائم مالية لأي شركة وهي:

١. **قائمة المركز المالي** Balance Sheet.

٢. **قائمة الدخل** Income Statement.

٣. قائمة التدفقات النقدية Statement of Cash Flow.

بالإمكان الحصول على هذه القوائم وغيرها من المعلومات المفيدة عن طريق التقرير السنوي والذي يرسل لكل حامل أسهم في نهاية السنة المالية للشركة، أو الحصول عليها عن طريق الإنترنت في موقع إدجار (Edgar Online) -- (راجع دليل المواقع صفحة ٣٣٣)، وكذلك عن طريق موقع [ياهو].

قائمة المركز المالي (Balance Sheet)

قائمة المركز المالي، والمعروفة كذلك بالميزانية العامة للشركة، هي بيان مالي يوضح ما للشركة وما عليها، حيث يطلق على ما للشركة بالأصول (Assets)، أو الموجودات، ويطلق على ما عليها بشيئين: الأول الخصوم (Liabilities)، أو الالتزامات، والثاني ملكية حملة الأسهم (Stockholders' Equity). ويمكن تقسيم قائمة المركز المالي إلى جزأين، ووضع الأصول في الجزء الأيسر من القائمة، والخصوم في الجزء الأيمن منها، الجدول ٩-١. وسوف نقوم بعد قليل باستعراض قائمة حقيقية للمركز المالي لشركة [إنتل].

الأصول هي ما تملكه الشركة من أشياء عديدة، منها الرصيد النقدي والأوراق المالية ذات السيولة العالية (Marketable Securities)، وحسابات قيد التحصيل (Accounts Receivable)، ومخزون (Inventory)، إضافة إلى المصانع والمعدات وغيرها من الأشياء الواقعة تحت ملكية الشركة.

الجدول ٩-١: الشكل العام لقائمة المركز المالي.

Assets	Liabilities & Stockholders' Equity
Assets: Cash Accounts Receivable Inventory Plant and Equipment ...	**Liabilities:** Accounts Payable Debt **Stockholders' Equity:** Common stock Preferred stock ...
Total = xxx	Total = xxx

يشير الجزء الخاص بالأصول إلى حجم الشركة، فالشركة التي لها أصول كبيرة تعتبر كبيرة، وكما سنرى فليس بالضرورة أن تكون الشركة غنية أو رابحة لكون أصولها كبيرة.

من يملك الأصول هذه؟

عند النظر إلى الجزء الأيمن من قائمة المركز المالي نجد الخصوم، والتي هي في واقع الأمر عبارة عن مجمل المطالبة على الأصول، أي أن هذه الأصول المبينة في يسار القائمة هي ملك لمن هم مسجلون في الجانب الأيمن من القائمة، وهؤلاء هم الدائنون كالبنوك وملاّك سندات الشركة، وملاّك الأسهم الممتازة والعادية. لاحظ أن مجموع الأصول يجب أن يكون مساوياً لمجموع الخصوم زائد ملكية حملة الأسهم في أي قائمة للمركز المالي، وذلك بسبب كون الأصول في الواقع ملكاً لأهل الخصوم وحملة الأسهم.

الأصول = الخصوم + ملكية حاملي الأسهم

وتتكون الخصوم من الحسابات قيد الدفع (Accounts Payable) وديون عديدة، قصيرة الأجل وطويلة الأجل.

أنواع الأسهم

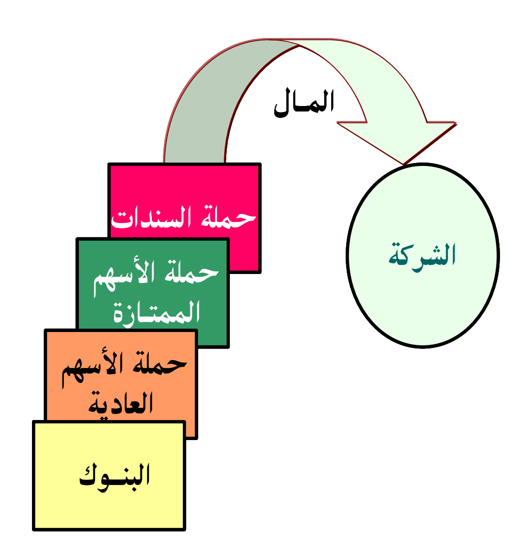
ما هي الأسهم الممتازة (Preferred Stock) وما الذي يجعل الشركة تقوم بإصدار هذا النوع من الأسهم؟ وماذا عن أصناف الأسهم العادية (Class-A, Class-B) وماذا يعني ذلك التصنيف؟

تقوم الشركات عادة برفع رأس مالها عن طريق الاقتراض، سواءً مباشرة من أحد المصارف أو عن طريق إصدار سندات مؤسسية، أو تقوم بطرح عدد من الأسهم لهذا الغرض (الشكل ٩-١). لاحظ أن هناك جاذبية معينة لطرح الأسهم عند الحاجة لرفع رأس المال، حيث يبدو أنها لا تكلف الشركة الشيء الكثير ولا تحتاج الشركة لدفع فوائد دورية مقابل ما تحصل عليه من مال، ولا عليها إعادة كامل رأس المال للمقرضين كما يحدث في حالة الاقتراض. إذاً لابد أن تكون هناك مصيدة ما وإلا لاقتصرت عملية رفع رأس المال دوماً على طرح المزيد من الأسهم!

المشكلة الرئيسية في طرح الأسهم هي إنها تبدد ملكية الشركة مما يؤدي إلى انتقاص ملكية حملة الأسهم الحاليين، إضافة إلى ضعف إمكانية التحكم بالشركة، وهذا الأخير هو أحد أهم أسباب إصدار الأسهم الممتازة، التي تمنح نسبة معينة من العائد لحامل السهم في نهاية العام دون أن يكون له حق التصويت على مناصب مجلس الإدارة ولا على مخططات الشركة التطويرية الهامة. علاوة على ذلك فإن الشركة لا تقوم بإعادة رأس المال لحامل السهم الممتاز، أي أنه يعامل معاملة حامل السهم العادي، ويتحمل أي خسائر قد تنتج عن هبوط سعر السهم أو حتى إفلاس الشركة. ولكن يتميز حامل السهم الممتاز عن العادي في كونه يحصل على حقه عند تصفية الشركة بسبب الإفلاس قبل

نظيره العادي. وبأي حال من الأحوال معظم الشركات لا تقوم بإصدار الأسهم الممتازة، ربما لضعف شعبيتها عند المستثمرين.

أما بالنسبة للأسهم العادية ذات التصنيفات الخاصة فإنها تُصدر للسبب نفسه الذي تُصدر من أجله الأسهم الممتازة، وهو الحفاظ على أحقية التحكم في الشركة. فنجد أن [وارين بفت] الذي يدير شركة [بركشاير هاثاواي] (Berkshire Hathaway) والتي تجاوز سعر سهمها التسعين ألف دولار في عام ٢٠٠٤م، يرى أن إبقاء سعر السهم بشكله الحالي من شأنه أن يمنع صغار المستثمرين والمضاربين من الدخول في ملكية الشركة، مما يساعد على احتفاظ الشركة بملكيتها. لذا فقد قام بإصدار صنف جديد من الأسهم العادية، أسماه فئة (ب) Class B ذات حق تصويت ضعيف وسعر متدن، بحيث تكون قيمة السهم الأصلي (فئة (أ)، Class A) تساوي ٣٠ سهماً من فئة (ب)، وبإمكان الشخص التحويل بين الفئتين في أي وقت. ولكنه جعل حق التصويت لأسهم فئة (ب) يساوي فقط ١/٢٠٠ من أسهم فئة (أ)، أي أن ٢٠٠ سهم من فئة (ب) تساوي صوتاً واحداً فقط من أسهم فئة (أ)[1]. كمثال آخر نجد أن أسهم شركة [جنرال موتورز] المعروفة تأتي على عدد من الأصناف، لكل صنف ميزته الخاصة.



الشكل ٩-١: طرق رفع رأس مال الشركة من عدة مصادر يقرره وضع الشركة ونسبة الفائدة.

تنقسم ملكية حملة الأسهم في الشركة إلى أربعة أقسام:

1 هذه أسهم عادية يمكن تداولها في سوق نيويورك على الرمز (BRKb) ويتم تداول الأسهم الأصلية على الرمز (BRKa).

١. **الأسهم الممتازة** – وهي مقدار المبلغ الناتج عن ضرب عدد الأسهم الممتازة بالسعر الاسمي للسهم الممتاز والذي غالباً ما يكون دولاراً أو أقل.

٢. **الأسهم العادية** – وهي مقدار المبلغ الناتج عن ضرب عدد الأسهم المكتتبة بالسعر الاسمي للسهم والذي غالباً ما يكون دولاراً أو أقل.

٣. **رأس المال المدفوع الإضافي** (Additional Paid-in Capital) - وهو رأس المال الذي حصلت عليه الشركة عند طرحها لأسهمها (IPO)، وما تم طرحه من أسهم إضافية في وقت لاحق.

٤. **الأرباح المبقاة**[٢] (Retained Earnings) - هذا المبلغ عبارة عن مقدار ما ربحته الشركة (أو خسرته) على مدى عمرها، وذلك بعد دفع جميع ما عليها من مصروفات مختلفة وضرائب وأرباح موزعة على حملة الأسهم وما إلى ذلك[٣].

ويطلق على مجمل رصيد الأسهم العادية ورأس المال المدفوع الإضافي والأرباح المبقاة مسمى ملكية حملة الأسهم (أو حقوق المساهمين)، وهذا الرصيد في غاية الأهمية، حيث إنه يمثل مقدار ما استثمره حملة الأسهم في الشركة، ويتم تقييم أداء الشركة بهذا الرصيد كما سوف نرى بعد أن نستعرض بقية القوائم المالية.

هنا يجب التأكيد على فهم كلمة Equity والتي تعني رأس المال أو الملكية في الشركة، وتستخدم في أمور مالية كثيرة. هذه الكلمة تعني ما يملكه الشخص في شيء معين، فإذا اشتريت سيارة قيمتها ٢٠ ألف دولار ودفعت ٥ آلاف دولار واقترضت الـ ١٥ ألف دولار المتبقية من البنك، نقول إن ملكيتك في هذه السيارة (Your equity) ٥ آلاف دولار. وبعد أن تسدد ٤ آلاف دولار في العام الأول نقول إن ملكيتك في السيارة ٩ آلاف دولار، أي مقدار ما تملكه في السيارة. كذلك الحال في الشركات، حيث تختلف ملكية حملة الأسهم من وقت لآخر حسب رصيد بند ملكية حملة الأسهم (Common Stockholders' Equity)، والذي يتغير عادة إما بسبب زيادة رأس مال الشركة عن طريق دخول شركاء جدد أو طرح أسهم جديدة، أو بسبب زيادة أو نقص في الأرباح.

تجزئة الأسهم

يمكن لإدارة أي شركة أن تقوم بإجراء تغيير شكلي لعدد الأسهم المصدرة، بحيث يزداد أو ينخفض العدد حسب رغبة الشركة. فتجد أحياناً أن سعر السهم قد وصل إلى مقدار يعتبر عالياً جداً مما

---

2 يطلق عليها أحياناً الأرباح المستبقاة أو الأرباح المرحَلة.

3 نستخدم في هذا الكتاب كلمتي "ربح" و"أرباح" و"دخل" ترجمة لـ Income أو Profit. ونستخدم عبارة "الأرباح الموزعة" لتعني Dividends.

يؤثر على كمية التداول وإقبال المستثمرين عليه. عندها قد تقوم الشركة بعملية تجزئة لسعر السهم بنسبة ٢:١ مما يعني أن من يملك ١٠٠٠ سهم يصبح لديه ٢٠٠٠ سهم، وينخفض سعر السهم بمقدار نصف القيمة. وأحياناً يحدث العكس، ما يسمى Reverse Stock Split، بحيث يمكن تغيير سعر السهم من ١ دولار إلى عشرة دولارات وقسمة عدد الأسهم المصدرة على عشرة. ولا توجد أي أنظمة قانونية أو محاسبية تمنع الشركة من القيام بذلك، طالما أن القيمة الاسمية للسهم غير محدودة بقيم عليا أو دنيا ثابتة.

مثال لقائمة مركز مالي حقيقية

يوضح الجدول ٩-٢ المركز المالي لشركة [إنتل] المعروفة والتي تختص بصناعة معالجات الكمبيوتر (CPU)، تلك الشرائح السيليكونية الموجودة داخل أجهزة الحاسب الآلي والتي تمتلك شركة [إنتل] ما يقارب ٩٠٪ من سوقها في العالم. في هذه القائمة تم وضع الأصول في الشق الأعلى من القائمة والخصوم وملكية حملة الأسهم في الشق السفلي، وتمت ترجمة البنود المختلفة وترقيمها من ١ إلى ٢٨ لتبسيط شرح محتواها. جميع هذه الأرقام رسمية ومدققة وهي تمثل فترة عام مالي كامل ينتهي في ٢٥ ديسمبر ١٩٩٩م. ولتبسيط عملية الشرح فقد تم دمج بعض البنود مع إبقاء الأرقام سليمة ومطابقة للقائمة الحقيقية. لاحظ في هذه القائمة أن العمودين الأيمنين يحتويان على نتائج عامي ١٩٩٩م و ١٩٩٨م، وذلك من أجل مقارنة وضع الشركة بين العامين المنصرمين.

الأصول

تنقسم الأصول إلى أصول جارية (ويطلق عليها أحياناً آنية أو متداولة) ٢-٧، وأصول ثابتة تمثل ما تملكه الشركة من أراض ومبان وأجهزة ٩-١١، إضافة إلى أصول أخرى تم اختصارها هنا وهي قد تكون براءات اختراع وعلامات تجارية متميزة وأشياء أخرى. يعود سبب إطلاق كلمة جارية على النوع الأول من الأصول لكونها أصولاً ذات سيولة أعلى من بقية الأصول، بمعنى أنه بالإمكان تحويلها إلى رصيد نقدي في وقت قصير. فنجد من ضمن الأصول الجارية هناك الرصيد النقدي، والأوراق المالية عالية السيولة كأوراق ضمانات وشيكات مستحقة، ونرى هنا أن شركة [إنتل] كان لديها رصيد نقدي في نهاية العام يساوي ٣,٦٩٥ مليون دولار (ثلاثة آلاف وستمائة وخمسة وتسعون مليون دولار، أو ثلاثة بلايين وستمائة وخمسة وتسعون مليون دولار[٤])، وهو أعلى بكثير من العام السابق.

ما سبب احتفاظ الشركة بمثل هذا المبلغ بدلاً من استثماره في مجالات مختلفة، كاستثماره في سندات الخزينة أو السندات المؤسسية أو حتى في الأسهم؟ يجب أن ندرك أولاً أنه ليس بالضرورة

[4] راجع ما تم ذكره عن كيفية قراءة الأرقام في صفحة xiv.

أن يكون كامل هذا المبلغ موجوداً بشكل نقدي دون أن يدر فوائد نقدية، ذلك لأن المبلغ يوضع عادة في وسائل معينة تدر بعض الفائدة وتتميز بكون السحب منها يتم بسرعة عالية، وتعرف بالأوراق المالية القابلة للتداول (Marketable Securities)، وهو ما قد تحتاجه شركة كبيرة كهذه الشركة.

كذلك نرى في ٤ من ضمن الأصول الجارية الاستثمارات قصيرة الأجل، والتي قد تشمل السندات الحكومية وشهادات الإيداع في المصارف وغيرها من الاستثمارات التي بإمكان الشركة بيعها والحصول على رصيد نقدي من خلالها خلال فترة قصيرة. لاحظ إذاً أن لدى شركة [إنتل] ما يقارب ١٢ بليون دولار متوفرة بشكل سريع فيما لو كانت هناك حاجة لها. (لاحقاً سوف نتحدث عن كيفية تحليل هذه الأرقام بالشكل الذي يساعد على اختيار الشركة المناسبة للاستثمار، أما الآن فنكتفي بشرح المفاهيم الخاصة بذلك).

الحسابات قيد التحصيل ٥ هي عبارة عن مبيعات الشركة التي تمت على حساب الائتمان أي لم تتم بواسطة الدفع نقداً، وهذه عادة من المفترض أن تدفع كاملة خلال فترة قصيرة. لماذا تقوم الشركة بالبيع بهذه الطريقة بدلاً من بيعها نقداً؟ في الواقع إن العديد من الشركات تتبع هذه الطريقة بهدف تسهيل عملية الشراء على المشتري، ولا تختلف عن الطريقة المعروفة لدى عامة الناس عن طريق الشراء بواسطة بطاقات الائتمان[5]. لاحظ كيف أن الشركة قامت بخصم مبلغ ٦٧ مليون دولار (حوالي ٢٪ من المبالغ المستحقة) على فرض أن هذا المبلغ لن يتم تحصيله، وبذلك فيجب عدم احتسابه كجزء من أصول الشركة.

بعد ذلك نرى في ٦ مقدار المخزون الخاص بالشركة والذي يساوي حوالي ١,٥٠٠ مليون دولار، وهذا يمثل ما لدى الشركة من منتجات وبضائع مختلفة لم يتم بيعها بعد. لاحظ أن كمية المخزون في العام السابق كانت أكثر من هذا العام، مما يعني أن الشركة استطاعت تقليص كمية المخزون بعض الشيء، وهذا شيء مرغوب فيه بالطبع نظراً لأن المخزون في نهاية الأمر هو مبلغ من المال تم صرفه على منتجات مختلفة، ولا يدر فائدة نقدية للشركة عند بقائه في مخازن الشركة. كذلك فإن المخزون يأخذ مساحة من المخازن والمستودعات التي تكلف مبالغ طائلة من المال، مما يعني أن الشركة التي لديها مخزون قليل تكون تكاليفها أقل من غيرها ممن لديه كميات كبيرة من المخزون.

---

5 في حالة التعامل بين الشركات تكون عادة اتفاقية البيع على أساس دفع المبلغ كاملاً بدون فائدة خلال ٣٠ يوماً (30 Days net)، وما فاق ذلك فيكون بنسبة فائدة محددة حسب جدول معين.

Liabilities and stockholders' equity	الخصوم وملكية حملة الأسهم	١٤		
Current liabilities:	الخصوم الجارية	١٥		
Short-term debt	ديون قصيرة الأجل	١٦	$230	$159
Accounts Payable	حسابات قيد الدفع	١٧	1,370	1,244
Other accrued liabilities	خصوم أخرى متراكمة	١٨	3,804	3,443
Income taxes payable	ضرائب الدخل	١٩	1,695	958
Total current liabilities	مجمل الخصوم الجارية	٢٠	7,099	5,804
Long-term debt	ديون طويلة الأجل	٢١	955	702
Deferred tax liabilities + others	ضرائب مؤجلة والتزامات أخرى	٢٢	3,260	1,588
Stockholders' equity:	ملكية حملة الأسهم	٢٣		
Preferred stock, $0.001 par value, 50 mil. shares authorized; none issued	أسهم ممتازة، ١٠٠٠/١ من الدولار قيمة اسمية، ٥٠ مليون سهم مصرح به، لم يصدر شيء منها	٢٤	--	--
Common stock, $0.001 par value, 4.5 bil shares authorized; 3.334 bil issued and outstanding (3.315 bil in 1998) + capital in excess of par value	أسهم عادية، ١٠٠٠/١ من الدولار قيمة اسمية، ٤,٥٠ بليون سهم مصرح به، ٣,٣٣٤ بليون تم بيعها (مقارنة مع ٣,٣١٥ بليون في عام ١٩٩٨)، إضافة إلى القيمة الإضافية فوق السعر الأصلي	٢٥	7,316	4,822
Retained earnings + other income	الأرباح المبقاة إضافة إلى أي دخل آخر	٢٦	$25,219	$18,555
Total stockholders' equity	مجموع ملكية حملة الأسهم	٢٧	$32,535	$23,377
Total liabilities and stockholders' equity	مجموع الخصوم و ملكية حملة الأسهم	٢٨	$43,849	$31,471

المصدر: خدمة Market Guide

الجدول ٩-٢: قائمة المركز المالي لشركة [إنتل].

INTEL CORP Balance Sheet Period End: Dec 25, 1999	شركة إنتل قائمة المركز المالي – نهاية الفترة: ٢٥ ديسمبر ١٩٩٩م تاريخها: ٢٣ مارس ٢٠٠٠م – الأرقام بالمليون عدا ما هو مشار إليه		12/25/99	12/25/98
Assets	الأصول	١		
Current assets:	الأصول الجارية	٢		
Cash and cash equivalents	نقد وأوراق مالية عالية السيولة	٣	$3,695	$2,038
Short-term investments	استثمارات قصيرة الأجل	٤	8,093	5,588
Accounts receivable, net of allowance for doubtful accounts of $67 ($62 in 1998)	حسابات قيد التحصيل، بعد خصم مبلغ ٦٧ مليون (٦٢ مليون لعام ١٩٩٨) لمبالغ مشكوك في تحصيلها	٥	3,700	3,527
Inventories	المخزون	٦	1,478	1,582
Other current assets	أصول جارية أخرى	٧	853	740
Total current assets	مجموع الأصول الجارية	٨	17,819	13,475
Property, plant and equipment:	مبان، وأراض، ومصانع، وأجهزة	٩	23,557	21,068
Less accumulated depreciation	ناقص القيمة الاستهلاكية المتراكمة	١٠	(11,842)	(9,459)
Property, plant and equipment, net	صافي مبان، وأراض، مصانع، وأجهزة	١١	11,715	11,609
Other assets	أصول أخرى	١٢	14,315	6,387
Total assets	مجمل الأصول	١٣	$43,849	$31,471

بالنسبة لما تملكه الشركة من أراض ومبان وأجهزة ٩ فقيمتها الإجمالية تساوي ٢٣,٥٥٧ مليون دولار. لاحظ أن هذا المبلغ هو القيمة الفعلية لجميع الممتلكات التي تم دفعها عند الشراء، وقد تكون هذه الممتلكات مصانع وأراض ومبان وسيارات وناقلات وتجهيزات مختلفة، إضافة إلى الأجهزة الميكانيكية والكهربائية والإلكترونية وغيرها. وليس من العدل أن تسجل قيمة بعض هذه الممتلكات بسعرها الأصلي بينما قد تقادم عليها الزمن ولم تعد تساوي قيمتها الأصلية. لذا فإن القيمة التي تسجل في قائمة المركز المالي لجميع الأصول التي تتناقص قيمتها مع مرور الزمن، كالأجهزة والسيارات على سبيل المثال، تأخذ بالاعتبار القيمة التناقصية لهذه الأصول. وإن لم يتم ذلك فتكون هناك مبالغة بقيمة الأصول المسجلة للشركة، وهذا بلا شك يعطي انطباعاً غير صحيح عن مقدار ما تملكه الشركة. هذا التناقص في القيمة تجده مسجلاً في ١٠، ويطلق عليه الإهلاك، أو القيمة الاستهلاكية، Depreciation.

معلومة

مفهوم القيمة الاستهلاكية مهم جداً ويجب علينا إيضاحه بشكل جيد. لكل جهاز عمر افتراضي يمثل المدة الزمنية التي يكون فيها الجهاز صالحاً للاستعمال ويؤدي الغرض الذي من أجله تم شراؤه، وبعد هذه المدة يكون الجهاز غير صالح للاستعمال وقد يباع بسعر بخس أو يتم إتلافه بطريقة أو بأخرى. ولكل جهاز عمر زمني معين. فقد تجد أن عمر السيارة الافتراضي عشر سنوات، وجهاز الحاسب الآلي خمس سنوات، وجهاز آخر ثلاث سنوات، وهكذا. فيتم في العام الأول لشراء الجهاز تسجيل قيمته كاملة في قائمة المركز المالي ويخصم من هذه القيمة مقدار استهلاك الجهاز لذلك العام، وهكذا في كل عام إلى أن يتم استهلاك الجهاز بالكامل و تصبح قيمته صفراً، عندها يحذف الجهاز من أصول الشركة. يستثنى من ذلك الأراضي والتي بطبيعتها لا تستهلك كغيرها من الأشياء، لذا فإن القيمة التي تسجل فيها الأراضي هي قيمة الشراء، ولا يخصم منها قيمة استهلاك. لماذا لا تحسب قيمة الأرض بالسعر الحالي لها، خصوصاً أننا نعرف أن سعر الأراضي يتزايد غالباً مع مرور الوقت؟ السبب بكل بساطة يعود للأعراف المحاسبية والتي تنظر إلى الأشياء حسب تكلفتها، لا حسب سعرها السوقي.

تستعمل الشركات عند احتساب القيمة الاستهلاكية إما طريقة القسمة بالتساوي على عدد السنين الافتراضية للجهاز، أو طريقة أخرى لها فوائد ضريبية تعرف بالطريقة السريعة لاستعادة التكلفة، (Accelerated Cost Recovery System)، والتي عن طريقها يتم توزيع تكلفة الجهاز بشكل يجعل معظم التكلفة توزع على السنوات الأولى من عمر الجهاز، وتتضاءل التكلفة المحتسبة على مدى السنوات التالية. وما يعنينا من تكلفة الاستهلاك هو أن الشركات أحياناً تقوم باستخدام طريقة القسمة بالتساوي في بياناتها المالية الموجهة لحملة الأسهم بينما تستخدم طريقة ACRS عند احتساب الضرائب، وذلك تفادياً لدفع ضرائب مرتفعة في السنوات الأولى عقب شراء الأصل.

هنالك أصول أخرى تم اختصارها في ١٢، وبذلك تكون مجمل أصول الشركة حسب عام ١٩٩٩م ٤٣,٨٤٩ مليون دولار بزيادة حوالي ٤٠% عن أصولها لعام ١٩٩٨م، كما يتضح في ١٣.

الخصوم

الخصوم الخاصة بالشركة هي خصوم جارية (وأحياناً يطلق عليها آنية أو متداولة) ١٥، وديون طويلة الأجل ٢١، وضرائب مؤجلة والتزامات أخرى ٢٢. بالنسبة للخصوم الجارية فهي عبارة عن التزامات مالية مختلفة يجب على الشركة دفعها خلال فترة قصيرة، عادة لا تتجاوز ستة أشهر، منها قروض قصيرة الأجل ١٦ بمقدار ٢٣٠ مليون دولار، وحسابات قيد الدفع ١٧ بمقدار ١,٣٧٠ مليون دولار، هي عبارة عن مشتريات مختلفة تمت بطريقة التعميد على أن تدفع في وقت لاحق. هناك كذلك في ١٨ خصوم أخرى بمقدار ٣,٨٠٤ مليون دولار، تم اختصارها في هذا البند لتبسيط القائمة. ونجد أن على الشركة ضرائب حالية بمقدار ١,٦٩٥ مليون دولار مستحقة ربما لصالح الحكومة الفدرالية، وحكومة الولاية المسجلة فيها شركة [إنتل]، والحكومة المحلية، كبلدية المدينة وغيرها. ونرى في ٢٠ أن مجمل الخصوم الجارية حوالي ٧ بلايين دولار. لاحظ أن مجمل الأصول الجارية أكثر من ١٧ بليون دولار، بينما مجمل الخصوم الجارية فقط ٧ بلايين دولار، وهذا شيء يعتبر جيداً جداً كما سوف نرى عندما نقوم بإتباع خطوات التحليل الأساسي.

نجد في ٢١ أن الشركة لديها مقدار قليل من الديون طويلة الأجل (أقل من ١ بليون دولار)، والتي عادة ما تأتي نتيجة قيام الشركة بضخ أموال جديدة إليها، وذلك عن طريق إصدار سندات مؤسسية وبيعها على المستثمرين، وهذا المبلغ الموضح يمثل القيمة الإجمالية للسندات الموجب على الشركة دفعها عند حلول وقتها.

هناك ضرائب مؤجلة وخصوم أخرى ٢٢ بمقدار ٣,٢٦٠ مليون دولار مستحقة، على الشركة دفعها لاحقاً، وقد تكون فترة الاستحقاق طويلة نوعاً ما حسب طبيعة الالتزامات، وبالذات الضرائب المؤجلة التي قد تكون حصلت الشركة على مهلة من الوقت لسدادها.

ملكية حملة الأسهم (حقوق المساهمين)

في هذا الجزء من القائمة نجد أن شركة [إنتل] لم تقم بإصدار أسهم ممتازة، وربما يعود ذلك لعدم حاجتها لذلك، فقد يرى مجلس الإدارة أن الشركة لا ترغب بدفع عوائد سنوية ثابتة وبنسبة معينة، الأمر الذي قد يجعل الشركة غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها لقلة السيولة لديها، أو ألاّ يكون لدى مجلس الإدارة تخوف من فقدان التحكم في ملكية الشركة، وبذلك لا يرى مانعاً من الاكتفاء بإصدار أسهم عادية ممن لها حق التصويت.

ونجد الأسهم العادية في ٢٥ والذي يبين أن شركة [إنتل] مصرح لها بإصدار ٤,٥٠٠ مليون سهم، تم إصدار ٣,٣٣٤ مليون سهماً منها حتى الآن، بزيادة ١٩ مليون سهم عن العام الماضي.

سؤال: ما سبب زيادة عدد الأسهم بمقدار ١٩ مليون سهم خلال العام؟ الأسباب كثيرة ولكن نتوقع أن الشركة قد قامت بإجراء بعض العمليات المالية من طرح أسهم جديدة، ومنح أسهم مجانية لبعض موظفيها من باب تشجيع الأداء، وإصدار أسهم إضافية لحالات الاندماج وغيرها. ويقابل زيادة عدد الأسهم قيام الشركة المستمر بشراء أسهمها من السوق مباشرة، حيث لدى الشركة برنامج منذ عام ١٩٩٠م لشراء أسهمها، والذي من خلاله تم شراء أكثر من ٦٥٠ مليون سهم بسعر متوسط يساوي حوالي ٢٥ دولاراً.
هل تعتقد أنها خطة جيدة قيام الشركة بشراء أسهمها، خصوصاً أنها تدفع قيمة الأسهم من الحساب النقدي لديها؟ الجواب، إذا كانت الشركة قادرة مالياً ولديها السيولة اللازمة فقد يكون من الأفضل استرجاع جزء من الأسهم المصدرة حفاظاً على سعر السهم، حيث إنه كلما زاد عدد الأسهم المصدرة نقص مقدار الربح الذي يستحقه السهم الواحد، وبذلك تقل قيمة السهم.

بالعودة إلى القائمة، لاحظ أن القيمة الاسمية للسهم هي فقط ١/١٠ (واحد على عشرة) من السنت، وهذا المبلغ لا يعني شيئاً، وضع بهذا الشكل لأسباب محاسبية وقانونية فقط، حيث لا يلزم القانون الشركات في معظم الولايات من تحديد قيمة اسمية للسهم. ولكن قد يسأل سائل عن القيمة الحقيقية لما تم إصداره من أسهم، حيث إنه بلا شك عندما تم إصدار هذه الأسهم كان لها سعر معين حصلت عليه الشركة وقتها، فما هو ذاك السعر؟ ليس بالإمكان معرفة السعر الأصلي من هذه البيانات، بسبب أنه منذ تأسيس الشركة كانت هناك عدة مرات تم فيها طرح أسهم إضافية بأسعار مختلفة، ولكن باستطاعتنا أن نقدر السعر المتوسط الذي حصلت عليه الشركة من إصدار تلك الأسهم، وهو حوالي ٢,٢٠ دولار فقط، والذي نحصل عليه بتقسيم قيمة الأسهم العادية (٧,٣١٦ مليون دولار) على عدد الأسهم المصدرة (٣,٣٣٤ مليون سهم).

لاحظ أن التسع عشرة مليون سهم التي تم بيعها في عام ١٩٩٩م قد رفعت من قيمة الأسهم العادية لدى الشركة من ٤,٨٢٢ مليون دولار إلى ٧,٣١٦ مليون دولار، أي بزيادة قدرها حوالي ٢,٥٠٠ مليون دولار! معنى ذلك إنه لا بد أن تكون الشركة قد قامت ببيع تلك الأسهم بسعر متوسط يزيد عن ١٣١ دولاراً (٢,٥٠٠ مليون دولار تقسيم ١٩ مليون سهم)! فرق كبير بين هذا السعر والسعر المتوسط السابق (١٣١ دولاراً مقابل ٢,٢٠ دولار)، فهل يعقل أن تكون الشركة قد باعت أسهمها بهذا السعر؟ ولماذا السعر المتدني للأسهم السابقة؟ أولاً، بالنسبة لحصولها على سعر ١٣١ دولاراً كسعر متوسط، فإنه يبدو فعلاً غريباً كون متوسط سعر السهم قبل التجزئة لعام ١٩٩٩م كان حوالي ٩٣ دولاراً، فكيف يمكن أن تبيع الشركة الأسهم بسعر ١٣١ دولاراً؟ الجواب يعود لكون الشركة قامت خلال العام ببيع أسهمها ومن ثم شرائها في فترات مختلفة بأسعار مختلفة، مما جعل

السعر المتوسط للسهم يكون في صالحها. بمعنى أنها قد تكون أصدرت مليون سهم بسعر ١٠٠ دولار، واشترت لاحقاً نصف مليون سهم بسعر ٥٠ دولاراً، فأصبح متوسط سعر السهم ١٥٠ دولاراً!

سؤال: هل ما تم ذكره أعلاه عن كون متوسط السعر ١٥٠ دولاراً ممكناً؟ كيف يمكن أن تباع أسهم الشركة عند الإصدار بـ ١٠٠ دولار ومن ثم يشترى نصفها بسعر ٥٠ دولاراً، فيصبح المتوسط ١٥٠ دولاراً؟ راجع ما ذكر أعلاه قبل أن تقرأ الجواب. نعم، لأن الشركة في نهاية الأمر تكون قد أصدرت نصف مليون سهم وحصلت على ٧٥ مليون دولار مقابل ذلك، أي باعت أولاً مليون سهم بسعر ١٠٠ دولار وحصلت على ١٠٠ مليون دولار، ثم قامت بشراء نصف مليون سهم بسعر ٥٠ دولاراً للسهم فدفعت ٢٥ مليون دولار، أي بقي من المائة مليون دولار ٧٥ مليون دولار. وبذلك تكون الشركة قد باعت نصف مليون سهم بـ ٧٥ مليون دولار، أو ١٥٠ دولاراً للسهم! هنا يجب الانتباه عند قراءة الأرقام المالية وأخذ مثل تلك التفاعلات بالاعتبار.

بقي الجزء الآخر من السؤال عن سبب كون السعر المتوسط للشركة منذ إنشائها فقط ٢,٢٠ دولار للسهم الواحد؟ يعود السبب ببساطة إلى أن الشركة قد باعت أسهماً كثيرة في السابق عندما كان سعر السهم قليلاً جداً، ولكن هل من المعقول أن يكون متوسط سعر سهم شركة [إنتل] فقط ٢,٢٠ دولار وهي الشركة المعروفة ذات الأسهم المرتفعة، والتي بلغ سعر سهمها قبل التجزئة في عام ١٩٩٩م أكثر من ١٤٠ دولاراً؟ الجواب مرة أخرى نعم، وذلك نتيجة ما قامت به الشركة من تجزئة لأسهمها (Stock Split) على مدى عمرها الطويل. على سبيل المثال نجد أن متوسط سعر السهم في السنوات الخمس الأولى من عمر الشركة كان أقل من ٢ دولار.

بقي من ملكية حملة الأسهم ما يعرف بصافي الأرباح المبقاة (Retained Earnings) الموضح في ٢٦، والذي يفوق مبلغ ٢٥ بليون دولار. وهذا الرقم الكبير جداً هو عبارة عن أرباح الشركة المتراكمة منذ إنشائها في عام ١٩٨٦م كشركة عامة. هذه الأرباح هي نتيجة ما تبقى للشركة بعد دفع جميع ما عليها من تكاليف وضرائب وأرباح موزعة على حملة الأسهم وغيرها من المصروفات. ونرى ببساطة أن معدل ما يتم ادخاره سنوياً (وهذا يختلف عن أرباح الشركة التي بالضرورة يجب أن تكون أكثر من ذلك) يفوق ١,٥٠٠ مليون دولار سنوياً (٢٥ بليون دولار تقسيم ١٣ عاماً).

وأخيراً، نرى أن مجمل ملكية حملة الأسهم تساوي ٣٢,٥٣٥ مليون دولار، كما هو مبين في ٢٧. ما معنى هذا المبلغ؟ يدل ذلك على أن حملة الأسهم قد استثمروا ما يفوق ٣٢ بليون دولار في الشركة على مدى السنوات الماضية، بما في ذلك الأرباح المتراكمة خلال هذه الفترة. ولو أن شركة [إنتل] قامت بإيقاف جميع أعمالها وباعت ما لديها من أصول ودفعت ما عليها من ديون فسوف يتبقى مبلغ ٣٢ بليون دولار لصالح حملة الأسهم!

ملكية حملة الأسهم = الأصول - الخصوم

وبما أن عدد الأسهم التي في حوزة حملة الأسهم ٣,٣٣٤ مليون سهم ٢٥، فمعنى ذلك أن حصة كل سهم تكون حوالي ١٠ دولارات، وهذا في الواقع صحيح، ويطلق على هذه الحصة بالقيمة الدفترية للسهم (Book Value)، والتي لها فائدة مهمة في تقييم الشركات، كما سوف نرى عندما نتحدث عن تحليل البيانات المالية للشركة.

في آخر القائمة نجد في ٢٨ أن مجموع الخصوم وملكية حملة الأسهم تساوي ٤٣,٨٤٩ مليون دولار، والذي كما ذكرنا سابقاً يجب أن يساوي مجمل الأصول ١٣:

ملكية حملة الأسهم + الخصوم = الأصول

قائمة الدخل (Income Statement)

تصدر قائمة الدخل مرة واحدة كل ثلاثة أشهر حسب السنة المالية للشركة، وهي عبارة عن بيان مالي لنتائج التشغيل المالية للشركة عن فترة الأشهر الثلاثة المنصرمة، وهي تعبر عن مدى نجاح إدارة الشركة في توظيف الأصول بشكل فعال.

تبدأ قائمة الدخل بإجمالي المبيعات (Sales) ومن ثم يتم طرح مختلف المصروفات من هذا المبلغ. فيتم طرح جميع التكلفة التي تدخل في صناعة المنتجات المباعة وأي مصروفات أخرى لها علاقة بالتشغيل من رواتب موظفين وكهرباء ومواد خام وغيرها. ثم تطرح تكلفة استهلاك الأجهزة (Depreciation)، وتخصم تكلفة الفائدة عن الأشهر الثلاثة الماضية للمبالغ المقترضة، وتخصم الضرائب وما تم دفعه من أرباح لحملة الأسهم الممتازة. عند هذا الحد يكون الباقي هو صافي الأرباح الخاصة بحملة الأسهم العادية، وبعد خصم الأرباح الموزعة (Dividends) على حملة الأسهم العادية يبقى رصيد الأرباح المبقاة (Retained Earnings).

مثال لقائمة دخل حقيقية

يبين الجدول ٩-٣ قائمة الدخل لشركة [إنتل] عن السنة المالية ١٩٩٩م. ومن أجل مقارنة النتائج يبين الجدول كذلك نتائج عام ١٩٩٨م. يشير البند ١ إلى أن صافي المبيعات كان أكثر من ٢٩ بليون دولار بزيادة حوالي ٣ بلايين دولار عن العام الماضي. وصافي المبيعات هو ما تم بيعه بالفعل وبالسعر النهائي إن كان هناك تخفيض ما (Discount)، ولا يشمل ما تم إعادته من المشترين (Returns) ولا المبيعات الملغاة وما شابه ذلك.

طبيعي أن تكون هناك تكاليف معينة لما تم بيعه، وهي تشمل تكلفة البضاعة المباعة ٢، كتكلفة المادة الخام، وتكلفة موظفي التشغيل وتكاليف أخرى تدخل في صلب الإنتاج من كهرباء وماء وخدمات

عامة إلى المستحضرات الكيميائية المستعملة في الإنتاج ومواد مساندة وما إلى ذلك. نجد أن هذا الجزء من تكلفة المبيعات كان حوالي ١٢ بليون دولار، أو حوالي ٤٠% من قيمة المبيعات. ثم نجد أن الشركة أنفقت حوالي ٣,٥٠٠ مليون دولار خلال العام في تكاليف البحث والتطوير ٣، بزيادة حوالي ٨٢٠ مليون دولار عن العام الماضي، وهنا يتضح مدى اهتمام الشركات بشكل عام وبالأخص شركات التقنية المتقدمة (High Technology) بالبحث والتطوير، تجنباً لتقادم ما لديها من تقنية وانعدام فائدتها، وبالتالي قيام الشركات الناشئة بتشكيل خطورة عليها.

هناك جزء من تكلفة الإنتاج يخص التكاليف التسويقية والإدارية للشركة ٤ يجب ألاّ يستهان به حيث يكون غالباً مرتفعاً. وتتميز شركة عن أخرى بقدرتها على السيطرة على هذه التكاليف بشرط ألا يؤثر ذلك على القدرة الإنتاجية للشركة ولا على تسويقها لمنتجاتها. نجد هذه التكاليف قليلة نوعاً ما عند شركة [إنتل] وإن كانت قد زادت بمقدار ٨٠٠ مليون دولار عن العام الماضي. هناك تكاليف أخرى بمقدار ٤١١ مليون دولار تم اختصارها في ٥ وهي تشمل القيمة الاستهلاكية لبعض العلامات التجارية وبعض الأشياء غير الملموسة (Intangibles).

مجمل هذه التكلفة نجده في ٦، ويساوي حوالي ١٩,٥٠٠ مليون دولار، أي أن الشركة تدفع هذه التكلفة لتتمكن من بيع ما قيمته حوالي ٢٩,٥٠٠ مليون دولار. أو بعبارة أخرى نجد أن تكلفة المبيعات في هذه الحالة تمثل حوالي ثلثي (٢/٣) قيمة المبيعات، فتكون بذلك الأرباح التشغيلية ٧ ٩,٧٦٧ مليون دولار. نستنتج من ذلك أن نسبة هامش الأرباح التشغيلية (Net Operating Margin) تساوي حوالي ٣٣% (الأرباح على صافي المبيعات)، وهذا يعني أن الشركة تربح ٣٣ سنتا من كل دولار مبيعات، وهي نسبة عالية لا تتوفر لدى أكثر القطاعات.

وكما رأينا في قائمة المركز المالي فلا توجد ديون كبيرة على الشركة (أقل من بليون دولار)، وبذلك فإن تكلفة الفائدة ٨ هي فقط ٣٦ مليون دولار. وفي المقابل نجد أن الشركة حصلت على ما يقارب ١,٥٠٠ مليون دولار ٩ كفوائد على استثماراتها المختلفة، من استثمارات قصيرة الأجل وأوراق مالية مختلفة. ولا غرابة في ذلك، حيث رأينا سابقاً في قائمة المركز المالي أن الشركة لديها حوالي ١٢ بليون دولار في الرصيد النقدي والاستثمارات قصيرة الأجل. ومن هذا المبلغ نستنتج أن معدل نسبة العائد على مدخرات الشركة حوالي ١٢,٥٠% (١٢/١,٥٠).

يشير البند ١٠ إلى أن أرباح شركة [إنتل] قبل دفع الضرائب يساوي ١١,٢٢٨ مليون دولار، ونجد في ١١ أن مقدار ما تدفعه الشركة من ضرائب يساوي حوالي ٤ بلايين دولار، أي أن الشركة تقع في الشريحة الضريبية ذات النسبة ٣٦%. إذاً فإن صافي الأرباح يساوي ٧,٣١٤ مليون دولار ١٢، والذي يمكن تقسيمه على عدد الأسهم المصدرة لنستخلص ربح السهم الواحد (Earnings Per Share) والذي يساوي ٢,٢٠ دولار للسهم، بزيادة ٣٨ سنتا عن العام الماضي.

Basic earnings per common share	ربح السهم الواحد	١٣	$2.20	$1.82
Diluted earnings per common share	ربح السهم الواحد (بعد زيادة عدد الأسهم)	١٤	$2.11	$1.73
Weighted average common shares outstanding	عدد الأسهم	١٥	3,324	3,336
Weighted average common shares outstanding, assuming dilution	عدد الأسهم (بعد الزيادة)	١٦	3,470	3,517

المصدر: خدمة Market Guide

الجدول ٩-٣: قائمة الدخل لشركة [إنتل].

INTEL CORP Income Statement Period End: Dec 25, 1999 (Values are in millions, except where noted.)	شركة إنتل قائمة الدخل - نهاية الفترة: ٢٥ ديسمبر ١٩٩٩م الأرقام بالمليون عدا ما هو مشار إليه		12/25/99	12/25/98
Net revenues	صافي المبيعات	١	$29,389	$26,273
Cost of sales	تكلفة المبيعات			
Cost of goods sold	تكلفة البضاعة المباعة	٢	(11,836)	(12,088)
Research and development	تكاليف بحث وتطوير	٣	(3,503)	(2,674)
Marketing, general and administrative	تكاليف تسويقية، عامة، وإدارية	٤	(3,872)	(3,076)
Others costs of sales	تكاليف أخرى	٥	(411)	(56)
Operating costs and expenses	تكاليف ومصروفات التشغيل	٦	(19,622)	(17,894)
Operating income	الأرباح التشغيلية	٧	9,767	8,379
Interest expense	تكاليف الفائدة	٨	(36)	(34)
Interest income and other, net	أرباح من فوائد مالية وغيرها	٩	1,497	792
Income before taxes	الأرباح قبل الضرائب	١٠	11,228	9,137
Taxes	الضرائب	١١	(3,914)	(3,069)
Net income	صافي الأرباح	١٢	$7,314	$6,068

ملاحظة

لاحظ أن عدد الأسهم المستخدم في حساب ربح السهم الواحد مهم جداً، وقد يعطي صورة غير صحيحة عن مدى ربحية الشركة إن لم يتم احتسابه بطريقة صحيحة، لما لعدد الأسهم المصدرة من تغير مستمر خلال العام . لذا فإن المتفق عليه حسب ما تمليه الأنظمة المحاسبية المتفق عليها (Generally Accepted Accounting Principles) أو اختصاراً GAAP هو أن يحسب معدل الأسهم المصدرة خلال العام بالموازنة حسب أيام السنة (Weighted)، وهذا ما نراه في ١٣.

هناك ما يعرف بربح السهم "بعد الإذابة" (Diluted EPS)، ويقصد به الربح المفترض لو أن الشركة قامت بتحويل ما عليها من التزامات إلى أسهم، كما يحصل عندما تقوم الشركة بإصدار أوراق مالية تخول حاملها بتحويلها إلى أسهم عادية في وقت لاحق، وعندما يقوم حملة هذه الأوراق بتحويلها إلى أسهم فإن عدد الأسهم المصدرة يزداد مما يضعف من ربح السهم الواحد. وهذا ما نجده في ١٤ حيث نرى أن ربح السهم فيما لو تم تحويل بعض الالتزامات إلى أسهم عادية سوف يكون ٢,١١ دولار بدلاً من ٢,٢٠ دولار. هنا يجب الانتباه إلى أن الشركة لم تقم بعملية التحويل هذه على الإطلاق، بل إن ذلك مجرد افتراض يعين المستثمر على بناء توقعاته المستقبلية على أسس صحيحة، ونجد في ١٥ و ١٦ عدد الأسهم التي احتسبت بكلتا الطريقتين.

لمقارنة أداء مبيعات وأرباح شركة [إنتل] في الأعوام التي تلت إعداد قائمة الدخل في هذا الكتاب، نشاهد في الجدول ٩-٤ مبيعات الشركة منذ عام ١٩٩٨م وحتى الربع الرابع من عام ٢٠٠٤م.

الجدول ٩-٤: مبيعات شركة [إنتل] بالمليون دولار.

الفصل	١٩٩٨م	١٩٩٩م	٢٠٠٠م	٢٠٠١م	٢٠٠٢م	٢٠٠٣م	٢٠٠٤م
١	٦,٠٠١	٧,١٠٣	٧,٩٩٣	٦,٦٧٧	٦,٧٨١	٦,٧٥١	٨,٠٩١
٢	٥,٩٧٢	٦,٧٤٦	٨,٣٠٠	٦,٣٣٤	٦,٣١٩	٦,٨١٦	٨,٠٤٩
٣	٦,٧٣١	٧,٣٢٨	٨,٧٣١	٦,٥٤٥	٦,٥٠٤	٧,٨٣٣	٨,٤٧١
٤	٧,٦١٤	٨,٢١٢	٨,٧٠٢	٦,٩٨٣	٧,١٦٠	٨,٧٤١	٩,٥٩٨

المصدر: خدمة Market Guide

ونشاهد كذلك في الجدول ٩-٥ ربح السهم الواحد خلال المدة نفسها.

الجدول ٩-٥: ربح السهم الواحد بالدولار لشركة [إنتل].

الفصل	١٩٩٨م	١٩٩٩م	٢٠٠٠م	٢٠٠١م	٢٠٠٢م	٢٠٠٣م	٢٠٠٤م
١	٠,١٨٠	٠,٢٨٥	٠,٣٨٥	٠,٠٧٠	٠,١٤٠	٠,١٤٠	٠,٢٦٧
٢	٠,١٦٥	٠,٢٥٠	٠,٤٥٠	٠,٠٣٠	٠,٠٧٠	٠,١٤٠	٠,٢٧٢
٣	٠,٢٢٠	٠,٢١٠	٠,٣٦٠	٠,٠٢٠	٠,١٠٠	٠,٢٥٠	٠,٢٩٩
٤	٠,٢٩٥	٠,٣٠٥	٠,٣٢٠	٠,٠٧٠	٠,١٦٠	٠,٣٣٤	٠,٣٣٧

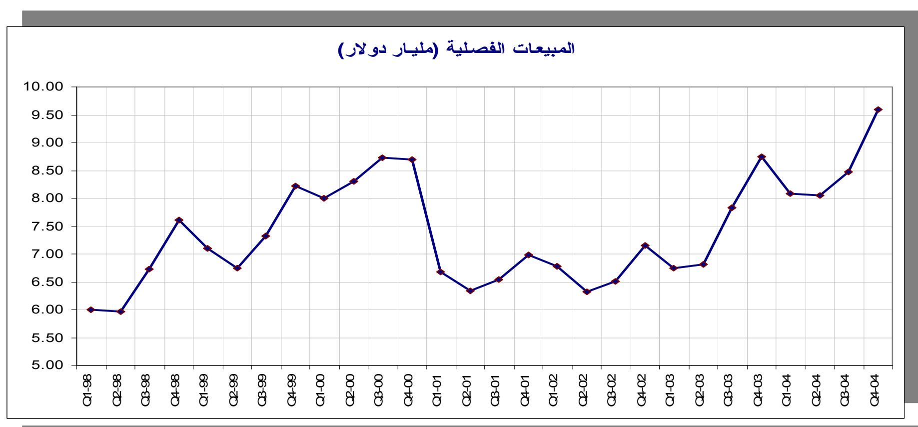
المصدر: خدمة Market Guide

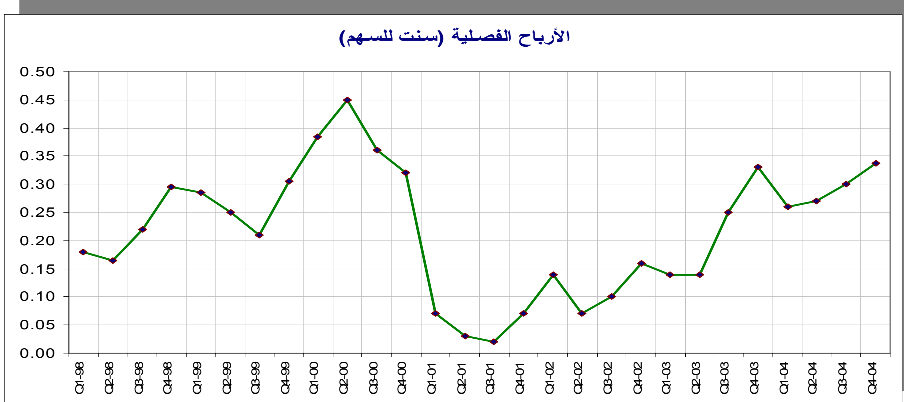
علاقة سعر السهم بالأرباح

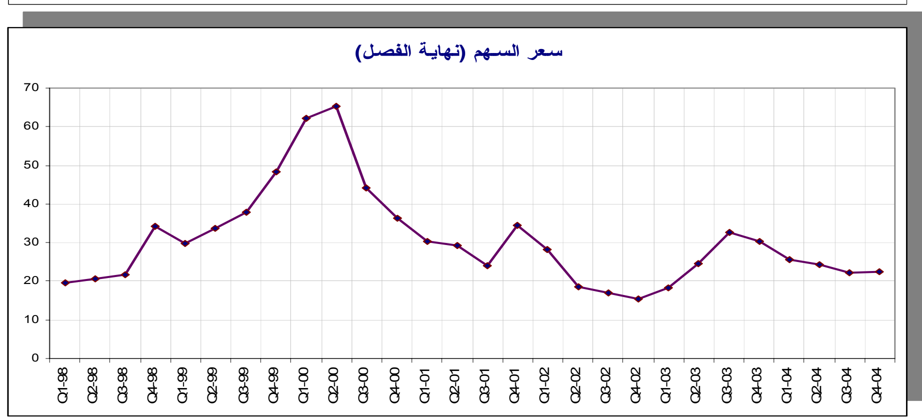
إذا كان سعر السهم يتأثر بأرباح الشركة (كما هو متوقع)، فقد يكون من المفيد دراسة نمو المبيعات والأرباح لشركة [إنتل] ومقارنة ذلك بأداء السهم خلال السنوات الماضية. نرى في الشكل ٩-٢ ثلاثة رسوم بيانية لكل من المبيعات والأرباح وسعر السهم، وذلك للثمانية وعشرين فصلاً الماضية (أو ٧ سنوات). نلاحظ أولاً أن العلاقة تبدو قوية بين نمو المبيعات ونمو الأرباح وهذا هو الشيء الطبيعي ويجب أن يبقى صحيحاً على المدى الطويل، إلا أن هذه العلاقة الطردية قد تنتفي على المدى القصير أو المتوسط، مما يخلق فرصة مناسبة للشراء لمستثمر المدى الطويل.

ثانياً نلاحظ أن علاقة سعر السهم بالمبيعات ليست قوية جداً على المديين القصير والمتوسط، وتبدو نوعاً ما قوية على المدى الطويل، وطبيعي ألاّ تكون هناك علاقة مباشرة بين المبيعات وسعر السهم. على سبيل المثال، من الممكن أن نجد شركة تنمو مبيعاتها بشكل قوي ولكن ذلك يكون على حساب تخفيضات كبيرة في الأسعار تقدمها الشركة، أو إن الشركة تقوم بفتح فروع كثيرة لها دون ربحية جيدة.

أما علاقة الأرباح وسعر السهم فهي غالباً علاقة قوية، وخصوصاً على المدى الطويل والمدى المتوسط، وأحياناً تكون قوية حتى على المدى القصير.







الشكل ٩-٢: علاقة المبيعات والأرباح بسعر السهم، ونجد على المدى الطويل أن نمو سعر السهم يتبع نمو الأرباح ولكن قد يحدث تباين بينهما كما نرى في الأربعة فصول الأخيرة.

قائمة التدفقات النقدية (Statement of Cash Flow)

تختص قائمة التدفقات النقدية بنشر نتائج خروج النقد (Cash) من الشركة ودخوله إليها. إن متابعة التدفق النقدي عملية مهمة وضرورية، حيث إنها تعطي دلائل على مقدار السيولة المتدفقة من الشركة وإليها، وتبين مقدرة الشركة على شراء ما تحتاجه من أجهزة وخدمات لكي تتوسع وتنمو بالشكل المطلوب. كذلك فإن معرفة مقدار السيولة النقدية للشركة يبين مدى قدرتها على سداد ما عليها من فوائد والتزامات قصيرة الأجل، ودفع رؤوس أموال (Principal Amounts) القروض المستحق دفعها.

يتأثر الرصيد النقدي للشركة بما يصرف نقداً على الوظائف التشغيلية والاستثمارات المختلفة، ويزيد أو ينقص وفقاً للمعاملات المالية المختلفة التي قد تستهلك على الشركة مبالغ نقدية أو تدر عليها. ويجب الانتباه إلى أن وجود أرباح عالية لدى الشركة لا يعني بالضرورة أن يكون التدفق النقدي إيجابياً، وذلك بسبب وجود مبالغ معينة من شأنها رفع الأرباح بالرغم من أنها ليست نقداً، كتكلفة الاستهلاك والأرصدة قيد التحصيل وغيرها كما سنرى بعد قليل.

مثال لقائمة تدفق نقدي حقيقية

يبين الجدول ٩-٦ قائمة التدفقات النقدية الخاصة بشركة [إنتل] للعام المالي ١٩٩٩م، ويشمل كذلك قائمة عام ١٩٩٨م لمقارنة النتائج.

لاحظ أولاً أن القائمة تبدأ بالرصيد النقدي عند بداية العام في البند ١ وتنتهي بالرصيد النقدي عند نهاية العام في البند ٢٠، وفيما بين هذين البندين نجد النشاطات المختلفة التي كان لها تأثير على هذا الرصيد النقدي. فنرى أن الشركة كان لديها رصيد نقدي في بداية عام ١٩٩٩م مقداره ٢,٠٣٨ مليون دولار وهو ما رأيناه في قائمة المركز المالي لعام ١٩٩٨م كرصيد نقدي في ذلك العام.

تأثر الرصيد النقدي بثلاث عمليات رئيسية، هي النشاطات التشغيلية ٢-٦ والنشاطات الاستثمارية ٧-١١ والنشاطات المالية ١٢-١٨. فبالنسبة للنشاطات التشغيلية نجد أن صافي ما تحصلت عليه الشركة كان ١١,٣٣٥ مليون دولار ٦، ويأتي ذلك نتيجة حصولها على أرباح صافية بمقدار ٧,٣١٤ مليون دولار كما رأينا في ١٢ من قائمة الدخل، ومن ثم يضاف إلى هذا المبلغ أي خصومات غير نقدية تمت في قائمة الأرباح.

Cash flows provided by (used for) financing activities:	ما تم دفعه أو الحصول عليه عن طريق النشاطات المالية	١٢		
Increase (decrease) in short-term debt, net	صافي الزيادة أو النقص في الديون قصيرة الأجل	١٣	69	(83)
Additions to long-term debt	ما تم إضافته للديون طويلة الأجل	١٤	118	169
Other adjustments	تعديلات أخرى	١٥	563	2167
Repurchase and retirement of common stock	إعادة شراء أسهم عادية (من السوق)	١٦	(4,612)	(6,785)
Payment of dividends to stockholders	أرباح موزعة على ملاّك الأسهم	١٧	(366)	(217)
Net cash used for financing activities	صافي ما تم دفعه للنشاطات المالية	١٨	(4,228)	(4,749)
Net increase (decrease) in cash and cash equivalents	صافي الزيادة أو النقص في حساب النقد وما يعادله	١٩	1,657	(2,064)
Cash and cash equivalents, end of year	رصيد حساب النقد وما يعادله في نهاية العام	٢٠	$3,695	$2,038

المصدر: خدمة Market Guide

الجدول ٩-٦: قائمة التدفقات النقدية لشركة [إنتل].

INTEL CORP Statement of Cash Flow Period End: Dec 25, 1999 (Values are in millions, except where noted.)	شركة إنتل قائمة التدفقات النقدية - نهاية الفترة: ٢٥ ديسمبر ١٩٩٩م تاريخها: ٢٣ مارس ٢٠٠٠م - الأرقام بالمليون عدا ما هو مشار إليه		12/25/99	12/25/98
Cash and cash equivalents, beginning of year	رصيد حساب النقد وما يعادله في أول العام	١	$2,038	$4,102
Cash flows provided by (used for) operating activities:	ما تم دفعه أو الحصول عليه عن طريق النشاطات التشغيلية	٢		
Net income	صافي الأرباح	٣	7,314	6,068
Depreciation (and other amortizations)	إعادة ما تم احتسابه على استهلاك الأجهزة وغيرها	٤	3,597	2,863
Other adjustments	تعديلات أخرى	٥	424	260
Net cash provided by operating activities	صافي ما تم الحصول عليه عن طريق النشاطات التشغيلية	٦	11,335	9,191
Cash flows provided by (used for) investing activities:	ما تم دفعه أو الحصول عليه عن طريق النشاطات الاستثمارية	٧		
Additions to property, plant and equipment	إضافة لمبان، وأراض وأجهزة	٨	(3,403)	(3,557)
Acquisitions, net of cash acquired	الصافي بعد شراء شركات (بما لدى الشركات من حساب نقدي)	٩	(2,979)	(906)
Other adjustments	تعديلات أخرى	١٠	932	(2,043)
Net cash used for investing activities	صافي ما تم دفعه عن طريق النشاطات الاستثمارية	١١	(5,450)	(6,506)

وقفة

يضاف إلى الرصيد النقدي في قائمة التدفقات النقدية ما تم خصمه من تكلفة الاستهلاك ، حيث إنه عند احتساب صافي الأرباح تم خصم القيمة الاستهلاكية للأجهزة والمعدات والمباني وغيرها والتي تخص ذلك العام المالي، ولكننا نعرف أن التكلفة الاستهلاكية ليست بتكلفة نقدية، بل هي عبارة عن توزيع لتكلفة أشياء تم شراؤها منذ سنين مضت، لذا فلا بد من إعادة هذه الخصومات واحتسابها كرصيد نقدي. كذلك هناك تعديلات أخرى مشابهة تم اختصارها في ٥ وأضيفت إلى الرصيد النقدي، وقد تكون لها علاقة بمخزون معدم أو حسابات قيد التحصيل وهكذا.

أما بالنسبة للنشاطات الاستثمارية فنجد أن الشركة أنفقت مبالغ نقدية لشراء مبان وأجهزة مختلفة وصيانتها خلال العام بمبلغ قدره ٣,٤٠٣ مليون دولار ٨، وأنها صرفت ما قيمته حوالي ٣ بلايين دولار ٩ على ما تم شراؤه من شركات صغيرة -- Acquisition أو استحواذ، مع الأخذ بالاعتبار ما جنته من الأرصدة النقدية التي كانت لدى الشركات المشتراة. وهناك تعديلات أخرى ١٠ أدّت إلى إضافة مبلغ ٩٣٢ مليون دولار إلى الحساب النقدي. وعلى ضوء ذلك نجد أن الشركة قد أنفقت مبلغ ٥,٤٥٠ مليون دولار على كامل نشاطاتها الاستثمارية، كما نرى في ١١.

ثالث النشاطات التي تؤثر على الرصيد النقدي هو النشاط المالي، والذي يشير إلى أن الشركة حصلت على قروض قصيرة الأجل بمقدار ٦٩ مليون دولار ١٣ مما رفع الرصيد النقدي لديها، والذي تم كذلك رفعه بقروض طويلة الأجل بمقدار ١١٨ مليون دولار ١٤، وتعديلات أخرى بمبلغ ٥٦٣ مليون دولار ١٥. وكان هناك نشاطان ماليان تسببا بنقص الرصيد النقدي، الأول ما تم صرفه لإعادة شراء عدد معين من الأسهم المصدرة، والتي كما سبق وأن ذكرنا أن لدى الشركة برنامجاً قائماً لشراء أسهمها من السوق حفاظاً على قيمة السهم، وهو مبلغ كبير يساوي ٤,٦١٢ مليون دولار ١٦. والنشاط المالي الآخر الذي أثر سلباً على الرصيد النقدي هو ما تم دفعه من أرباح موزعة (Dividends) على حملة الأسهم بمقدار ٣٦٦ مليون دولار ١٧. وبذلك تكون الشركة قد صرفت من الحساب النقدي لديها مبلغ ٤,٢٢٨ مليون دولار كما نرى في ١٨. وبعد أخذ كل هذه النشاطات في الحسبان نجد أن الرصيد النقدي للشركة ازداد بمقدار ١,٦٥٧ مليون دولار خلال العام (اجمع البنود الثلاثة ٦ و ١١ و ١٨ لتجد صافي الزيادة كما في البند ١٩) ليصبح ٣,٦٩٥ مليون دولار ٢٠.

راجع الصفحة ١٩٢ لاحقاً لمعرفة المزيد عن أهمية التدفقات النقدية.

هذه القوائم الثلاث التي تطرقنا لها تشكل أهم عناصر التحليل الأساسي للأسهم، ويجب التأكد من معرفتها بشكل جيد والتمرس على قراءتها واستخدامها عند البحث عن الاستثمار الناجح.

تثمين الأسهم (Stock Valuation)

نقصد بعبارة تثمين الأسهم قيامنا بإجراء بعض التحاليل الكمية والرياضية لمعرفة السعر الحالي للسهم. سوف نحاول أن نعرض هذه التحاليل بشكل مبسط ليتمكن القارئ غير المختص من فهم المقصود بهذه الطرق التحليلية، والاستفادة منها متى ما أمكن.

لكل أصل أو تجارة أو استثمار قيمتان رئيسيتان: الأولى هي القيمة السوقية أو السعر المطلوب في السوق، والثانية هي القيمة "الحقيقية" للأصل. بمعنى أن القيمة السوقية عبارة عن مجرد محاولة من المشاركين في السوق لاكتشاف السعر الحقيقي للأصل، والذي لا يمكن معرفته بشكل قاطع ومتفق عليه. فعندما ننظر إلى السعر السوقي لسهم شركة ما، فإن السعر الذي نراه هو السعر المتفق عليه من قبل جموع المشاركين في السوق ممن يستخدم طرقاً مختلفة وعديدة للوصول إلى هذا السعر. ولكن القيمة الحقيقية غير معروفة بشكل مطلق بحيث لا يختلف عليها اثنان، بل تختلف الآراء من شخص لآخر الأمر الذي يفسر سبب تغير الأسعار بشكل مستمر. إذاً نستطيع أن نرمز للسعر السوقي بالحرف (س)، ونرمز للسعر الحقيقي بالحرف (ق)، ونقول بأن صافي القيمة الحاضرة هو الفرق بين هذين السعرين:

صافي القيمة الحاضرة = السعر الحقيقي − السعر السوقي

= ق - س

فإذا كان سعر السهم السوقي ٥٠ دولاراً، وكان شخص يعتقد بأن السعر الحقيقي ٥٥ دولاراً، فإن صافي القيمة الحاضرة يساوي ٥ دولارات (الفرق بين الاثنين)، ويتضح أن السعر الحقيقي أعلى من سعر السوق، وعندها يقرر الشخص شراء السهم. وإذا كان الفرق سالباً، أي أن (ق) أقل من (س)، فيكون سعر السوق أعلى من الحقيقي، ويقرر الشخص الخروج من السهم (أو بيعه مُسبقاً).

ولكن كيف لنا أن نعرف القيمة الحقيقية؟ هناك عدة أساليب تستخدم لهذا الغرض سوف نستعرضها باختصار لمجرد إعطاء القارئ فكرة بسيطة عن كيفية تثمين الأصول بشكل عام والأسهم بشكل خاص. وسوف نتطرق لاحقاً لبعض الطرق البسيطة التي تستعمل من قبل المحللين لتقريب عملية تثمين الأسهم دون الحاجة لإجراء العمليات الرياضية المعقدة.

تعتمد قيمة أي أصل من الأصول على التدفق النقدي الممكن تحقيقه على مدى عمر الأصل. فإذا كان السهم يدفع أرباحاً موزعة (Dividends) (d) في كل عام بمقدار ٥ دولارات للسهم الواحد، أي $d=\$5$، فإن السعر الحالي للسهم لابد أن يأخذ بالحسبان هذا المبلغ النقدي المتكرر في كل عام، وذلك عن طريق إيجاد القيمة الحاضرة له (Present Value). فإذا كنت تشترط أن يكون

العائد السنوي لما تستثمره من مال في الشركة يساوي ١٠%، أو $r=0.10$، فتستطيع أن تستخدم هذا العائد في حساب القيمة الحاضرة. بمعنى أن ٥ دولارات بعد عام تساوي ٤,٥٥ دولار (أي ٥ ÷ ١,١٠) الآن، وذلك كما عرفنا سابقاً من كيفية حساب القيمة الحاضرة، صفحة ٤٩، ومبلغ ٥ دولارات بعد عامين يساوي (٥ ÷ ١,١٠) مرفوعاً إلى ٢ ويساوي ٤,١٣ دولار، وهكذا. إذاً كل ما علينا أن نقوم به هو حساب القيمة الحاضرة لجميع المبالغ النقدية المتوقعة في السنوات القادمة، من الآن وحتى اللانهاية (Infinity). كتب هذه الطريقة لحساب القيمة الحاضرة للسهم (V) كما يلي:

$$V = \sum \frac{d_1}{(1+r)^1} + \frac{d_2}{(1+r)^2} + \cdots$$

v = *مجموع القيم الحاضرة للأرباح المتوقعة على مدى عمر الشركة*

الأرباح الموزعة الثابتة

إذا كانت الأرباح الموزعة ثابتة فإن جميع القيم تكون متساوية $D1 = D2 = Di = D$، وتختصر المعادلة السابقة رياضياً لتكون القيمة الحقيقية (V) تساوي D/r. أي في المثال السابق، إذا كانت الأرباح ثابتة بمقدار ٥ دولارات للسهم مدى الحياة، وكان العائد المطلوب (r) من قبل المستثمر يساوي ١٠%، فإن القيمة الحقيقية للسهم هي ٥٠ ÷ ٠,١٠ = ٥٠ دولاراً. وتكتب هذه المعادلة كما يلي:

$$V = \frac{d}{r}$$

v = **الأرباح الموزعة / العائد المطلوب**

الأرباح الموزعة النامية بنسبة ثابتة

قد يكون الافتراض السابق بأن الأرباح الموزعة ثابتة لا تتغير من عام لآخر غير معقول نوعاً ما، بالرغم من وجود حالات تبرر استخدامه، على سبيل المثال عند احتساب قيمة السهم الممتاز (Preferred Stock) الذي يدفع ربحاً ثابتاً. إذاً لنفرض أن الأرباح الموزعة تتغير في كل عام، ولكنها تنمو بنسبة معينة. فإذا تم دفع أرباح موزعة بمقدار ٥ دولارات للسهم هذا العام، نتوقع أن يدفع ٥,٣٠ دولار في العام القادم، على فرض أنها تنمو (g) بنسبة ٦ % سنوياً.

بهذه الحالة تكون طريقة احتساب القيمة الحقيقية (V) كما يلي:

$$V = \frac{d}{r - g}$$

v = الأرباح الموزعة / (العائد المطلوب - نسبة النمو)

مثال: لنفرض أن الأرباح الموزعة (d) لهذا العام تساوي ٥ دولارات، وأن نسبة النمو (g) تساوي ٦٪ سنوياً، فكم من المفترض أن تكون القيمة الحقيقية للسهم (v)؟

$$V = \frac{d}{r - g} = \frac{5}{0.10 - 0.06} = \$\ 125$$

ولو كان السعر الحالي للسهم ١٠٠ دولار يتضح أن صافي القيمة الحاضرة يساوي ٢٥ دولاراً.

صافي القيمة الحاضرة = القيمة الحقيقية – القيمة السوقية

= ١٢٥ – ١٠٠ = ٢٥ دولاراً

ويكون من المناسب شراء السهم، حيث من المتوقع نموه إلى ١٢٥ دولاراً.

الأرباح الموزعة المتغيرة

إذا كانت الأرباح الموزعة متغيرة من عام لآخر، يمكن حساب القيمة الحقيقية بحل المعادلة العامة لتثمين الأصل، والتي نعيد كتابتها مرة أخرى هنا:

$$V = \sum \frac{d_1}{(1 + r)^1} + \frac{d_2}{(1 + r)^2} + \cdots$$

لن نقوم هنا بحل مثل هذا النوع من المسائل، ونكتفي بالقول إنه بالإمكان إيجاد الحل بعدة طرق وباستخدام الكمبيوتر في ذلك.

ختاماً، نشير إلى أن هناك عدداً كبيراً من الطرق التي يقوم بها المحللون من أجل محاولة اكتشاف القيمة الحقيقية للسهم، بعضها يأخذ في الحسبان ربح السهم الواحد (EPS)، بدلاً من الأرباح الموزعة (Dividends)، حيث إن هناك عدداً كبيراً من الشركات لا توزع أرباحاً، بل تحتفظ بها من أجل النمو والتطوير.

حساب السعر المستهدف

هناك طريقة تستعمل من قبل المحللين لمعرفة السعر المستهدف بطريقة بسيطة وسريعة، وذلك بتقدير نسبة نمو الأرباح للعام القادم ومن ثم ضرب سعر السهم بهذه النسبة. فلو كان السعر الحالي يساوي ٦٠ دولاراً مع ربح للسهم الواحد يساوي ٢ دولار، فيكون مكرر الأرباح[١] مساوياً ٣٠، ولو كان من المتوقع أن تنمو الأرباح للاثني عشر شهراً القادمة بنسبة ٢٠٪ لتصبح ٢,٤٠ دولار فمن المفترض أن يرتفع السعر بالنسبة نفسها ليصبح ٧٢ دولاراً. ولكن عندها سيبقى مكرر الأرباح مساوياً ٣٠، وقد لا يكون مبرراً في العام القادم عطفاً على بقية الشركات أو لأمر خاص بهذه الشركة، فقد يفترض المحلل أن المكرر المناسب هو ٢٥ على سبيل المثال، وبذلك يصبح السعر المستهدف ٦٠ دولاراً، بدلاً من ٧٢ دولاراً:

السعر بعد عام = مكرر الأرباح المفترض × الأرباح المتوقعة

= ٢٥ × (٢ دولار × ٢٠٪)

= ٦٠ دولاراً

ويتضح أن السعر الحالي (٦٠ دولاراً) مساوٍ للسعر المتوقع للعام القادم، ولا يكون السهم جذاباً للشراء ولا للاحتفاظ به، إلا إذا كان يمنح أرباحاً موزعة عالية (Dividend Yield)، وذلك نتيجة كون السعر الحالي أعلى من السعر العادل بنسبة ٢٠٪. أو بعبارة أخرى، نظراً لكون مكرر الأرباح الحالي يفوق الطبيعي بنسبة ٢٠٪، لذا فمن المتوقع لهذا السهم أن يبقى محافظاً على نفس السعر بالرغم من النمو المتوقع للأرباح بنسبة ٢٠٪.

وطريقة أخرى لحساب السعر المستهدف تعتمد على مركّب PEG، أو مكرر الأرباح مقسوماً على نسبة نمو الأرباح، راجع الصفحة ١٩٤ لمعرفة طبيعة هذا المركّب.

1 سنتحدث لاحقاً (صفحة ١٨٨) عن كيفية حساب النسب المالية الخاصة بالربحية.

الخلاصة

على كل مستثمر جاد أن يتعرف بشكل جيد على كيفية قراءة البيانات المالية الصادرة من الشركات، وبالأخص تلك القوائم الثلاث اللواتي تم ذكرها في هذا الفصل، وهي قائمة المركز المالي، وقائمة الدخل، وقائمة التدفقات النقدية. فعن طريق قائمة المركز المالي يستطيع الشخص أن يكتشف القيمة الحقيقية للشركة بما لديها من أصول، ويرى مقدار ما على الشركة من التزامات مستحقة في القريب العاجل أو بعد وقت طويل. يجد المستثمر كذلك في قائمة الدخل بيانات أرباح الشركة لفترة معينة ومقدار ربحية كل سهم، وعن طريق قائمة التدفقات النقدية يستطيع أن يقرر ما إذا كان استخدام الشركة للمبالغ النقدية المتوفرة لديها يتم بشكل فعال أم لا.

تم عرض القوائم المالية لشركة [إنتل] كمثال حقيقي لتسهيل فهم ما تحويه هذه القوائم. لذا فقد يجد القارئ فائدة جيدة في دراسة قوائم مشابهة لشركات أخرى ومقارنة نتائجها بالنتائج المعروضة هنا.

ختاماً تم التطرق لأساليب تثمين سعر السهم للشركة والتي من خلالها يمكننا تقدير القيمة الحقيقية للشركة، وكما تم إيضاحه فإن الطرق المشروحة هنا هي مجرد خطوط عريضة لأساليب تثمين الشركات، وإن هناك طرقاً أخرى يمكن للمستثمر دراستها والتعرف عليها بشكل مفصل في كتب الاستثمار الكثيرة. ويجب أن يدرك المستثمر أن الطريقة الصحيحة لتثمين الأسهم في شكلها العام تعد بسيطة للغاية، حيث إنها عبارة عن تقدير أرباح الشركة المستقبلية ومن ثم حساب القيمة الحاضرة لتلك الأرباح، وإن مصدر الصعوبة في تلك العملية هو كيفية تقدير الأرباح على مدى سنوات عديدة.

الفصل العاشر

مؤشرات الأداء[1]

في هذا الفصل

- ما أهم مؤشرات الأداء التي تحظى بمتابعة كبيرة من قبل المحللين؟
- كيف نقارن أداء الشركات مع بعضها البعض وبأداء القطاعات والصناعات المختلفة؟
- كيف نعرف ما إذا كانت شركة ما لديها سيولة كافية أم لا؟ وهل تدار أصولها بشكل جيد؟ ماذا عن نسبة المديونية لديها؟ وهل ربحية الشركة جيدة؟
- ما الفرق بين السعر السوقي والسعر الدفتري؟

بعد التعرف على المفاهيم الخاصة بالتحليل الأساسي ومحتويات القوائم المالية للشركات نبدأ الآن بتحليل مؤشرات الأداء الرئيسية للشركة والتي عن طريقها نستطيع تقييم أداء الشركة ونستخلص بعض التوقعات المستقبلية حسب ما تمليه نتائج هذه المؤشرات.

معظم المؤشرات المالية المهمة التي سوف ننظر إليها مشتقة من القوائم المالية التي تطرقنا لها في الفصل السابق، وتكمن فائدتها الحقيقية في كونها تعطي وسيلة فعالة لمقارنة وضع الشركات مع بعضها البعض ومقارنة أدائها. وعن طريق هذه المؤشرات نستطيع معرفة أهمية حجم الأصول لدى الشركة، وعما إذا كانت الشركة تستفيد من هذه الأصول بشكل جيد، ومدى قدرة الشركة على تحقيق عائد يتناسب مع نسبة المخاطرة، إلى جانب عدد من الاستنتاجات الأخرى.

بالإمكان تقسيم مؤشرات الأداء إلى خمس مجموعات حسب طبيعة كل مجموعة، وهي:

[1] في هذا الفصل نستعمل كلمة "مؤشر" عندما نعني الأرقام المالية (النسب والمركّبات والمكررات وغيرها) كدلائل على الأداء بشكل عام، وبشكل خاص نستعمل كلمة "مركّب" عندما نعني المؤشر الذي تحسب قيمته بقسمة رقم بآخر، فيأتي على شكل مركّب، أي قيمته مركّبة من رقمين، وكلمة مكرر عندما نقصد المركّب الذي يقيس التكرار (multiple)، وكلمة نسبة للرقم الذي يأتي على شكل نسبة مؤية.

١. السيولة (Liquidity).

٢. إدارة الأصول (Asset Management).

٣. إدارة المديونية (Debt Management).

٤. الربحية (Profitability).

٥. القيمة السوقية (Market Value).

السيولة (Liquidity)

يقصد بالسيولة مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها النقدية عند الحاجة، فمثلاً تحتاج الشركة لتسديد رأس المال المقترض في وقت محدد، كدفع الفائدة الدورية على ما تصدره من سندات ومن ثم دفع رأس المال (Principal) عندما يكون مستحقاً، إلى جانب ضرورة دفع الديون قصيرة الأجل، وتوزيع الأرباح النقدية على حملة الأسهم العادية والممتازة، وغيرها من الالتزامات التي تتطلب قدراً كافياً من النقد لدى الشركة.

١. مركب السيولة الجارية Current Ratio

من أهم مؤشرات السيولة ما يعرف بالمركّب الجاري (Current Ratio) والذي يحسب بقسمة قيمة الأصول الجارية (Current Assets) على قيمة الخصوم الجارية (Current Liabilities):

مركّب السيولة الجارية = الأصول الجارية / الخصوم الجارية

Current Ratio = Current Assets / Current Liabilities

هذا المركّب يقارن بين حجم الأصول الجارية، المكونة من الرصيد النقدي والأدوات القابلة للتحويل السريع إلى مبالغ نقدية، وبين مقدار الالتزامات قريبة الأجل، وعن طريقه يتبين ما إذا كانت هناك صعوبة لدى الشركة في سداد ما عليها من التزامات. ومعروف إن المقرضين لا يرحمون على الإطلاق، وقد يقومون بإجبار الشركة على الدفع الفوري مما يضطر الشركة إلى الاقتراض بمعدل فائدة مرتفع أو بيع ما لديها من أصول للحصول على النقد اللازم.

ولكن ماذا تعني القيمة الناتجة عن قسمة الأصول على الخصوم؟ واضح أن هذه القيمة يجب أن تكون أعلى من ١ إذا كان على الشركة تغطية جميع التزاماتها الحالية، ولكن هل هناك قيمة معينة لهذا المركّب تعطي دلالة معينة على مدى استعداد الشركة للوفاء بالتزاماتها؟ الجواب كما سوف نرى مراراً وتكراراً في هذه المؤشرات هو أنه لا يوجد رقم مطلق يجيب بشكل قاطع على مثل هذه

التساؤلات، بل إن الطريقة الصحيحة هي مقارنة نتائج هذه المؤشرات مع الشركات الأخرى العاملة في مجال الشركة نفسه، ومع نتائج المؤشرات الرئيسية في السوق. على سبيل المثال، يمكننا مقارنة قيمة مركّب معين مع نظيره في الشركات الموجودة في مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] أو غيره من المؤشرات. ولمقارنة الشركة مع غيرها ممن هم في المجال نفسه يمكننا الرجوع إلى تصنيف الشركة حسب القطاعات والصناعات التي تقع فيها، كما رأينا في الجدول ٨-١، و الشكل ٨-١، صفحة ١٣٤.

نعود الآن إلى شركة [إنتل] ونقوم بحساب مركّب السيولة الجارية للشركة. بالنظر إلى قائمة المركز المالي نجد أن الأصول الجارية (انظر البند ٨) تساوي ١٧,٨١٩ مليون دولار، وخصومها الجارية تساوي ٧,٠٩٩ مليون دولار، وبذلك يكون مركّب السيولة الجارية يساوي ٢,٥١.

مركّب السيولة الجارية = الأصول الجارية / الخصوم الجارية

= ١٧,٨١٩ مليوناً / ٧,٠٩٩ مليوناً = ٢,٥١

ذلك يعني أن الأصول الجارية للشركة تغطي الالتزامات الحالية مرتين ونصف المرة، أو بمعنى آخر، في حالة تصفية أصول الشركة فإن الشركة تستطيع في أسوأ الحالات أن تبيع أصولها الجارية ولو بـ ٤٠٪ من قيمتها الحقيقية لتفي بالتزاماتها مع المقرضين. وبشكل عام فإن المحللين يعتبرون هذا الرقم جيداً متى ما كان يساوي ٢ أو أكثر. وبما أن شركة [إنتل] تقع في قطاع التكنولوجيا وفي صناعة أشباه الموصلات (Semiconductors)، فنستطيع أن نقارن أداءها مع غيرها من الشركات بالنظر إلى أحد المصادر المتوفرة على الإنترنت كموقع دليل السوق التابع لشركة ملتكس.

للاطلاع على هذه المقارنات توجه إلى العنوان: (http://www.investor.reuters.com)، ومنه توجه إلى Ratios من ضمن Stocks (تجدها في يسار الشاشة)، ومن ثم قم بإدخال رمز الشركة في المكان المخصص (قد تحتاج للتسجيل المجاني للحصول على هذه الأرقام).

شركة [إنتل]	صناعة أشباه الموصلات	قطاع التكنولوجيا	مؤشر S&P500
٢,٥١	٣,٧٠	٣,٣٠	١,٧١

وبالرغم من أن قيمة مركّب السيولة الجارية جيد إلى أنه أقل من المعدل بالنسبة للشركات الواقعة في المجال الصناعي نفسه وحتى تلك الواقعة في القطاع نفسه، ولكنه أعلى من المعدل بالنسبة لشركات [أس آند بي ٥٠٠].

٢. مركب السيولة السريع Quick Ratio

يحسب مركّب السيولة السريع (Quick Ratio) بطريقة احتساب مركّب السيولة الجارية نفسها ولكن بخصم قيمة المخزون من الأصول الجارية، وذلك بسبب الصعوبة النسبية في تحويل محتويات المخزون إلى مبالغ نقدية، مما يجعل حذف قيمة المخزون يعطي رقماً أكثر وضوحاً وأقرب للواقع:

مركّب السيولة السريع = (الأصول الجارية - المخزون) / الخصوم الجارية

Quick Ratio = (Current Assets – Inventory) / Current Liabilities

بالنسبة لشركة [إنتل] نجد أن مركّب السيولة السريع لديها يساوي:

مركّب السيولة السريع = (١٧,٨١٩ مليوناً – ١,٤٧٨ مليوناً) / ٧,٠٩٩ مليوناً = ٢,٣٠

وعند مقارنة قيمة هذا المركّب مع ما هو واقع في صناعة أشباه الموصلات وقطاع التكنولوجيا ومؤشر [أس آند بي ٥٠٠]، نجد النتيجة السابقة نفسها عند حساب مركّب السيولة الجارية وهي أن وضع الشركة يعتبر جيداً وإن كانت السيولة لديها أقل من غيرها في الصناعة نفسها والقطاع نفسه.

شركة [إنتل]	صناعة أشباه الموصلات	قطاع التكنولوجيا	مؤشر S&P500
٢,٣٠	٣,٠٥	٢,٨٠	١,٢٢

إدارة الأصول (Asset Management)

يمكننا قياس كفاءة إدارة أصول الشركة بوساطة بعض المؤشرات التي عن طريقها نستطيع معرفة قدرة الشركة على التحكم بما لديها من أصول وتطويعها بما يعود بالفائدة لحملة الأسهم. وسوف نتطرق لثلاث من أهم المركّبات، وهي مركّب دوران المخزون وفترة تسديد المبيعات ومركّب كفاءة الأصول.

١. مركب دوران المخزون Inventory Turnover

كما سبق وذكرنا فإن المخزون يشكل تكلفة كبيرة لأي شركة، وهو ما يجعل الشركات تحاول تقليص نسبة المخزون لديها بكل الطرق. هذا في الواقع ما قامت به الشركات اليابانية في السبعينات والثمانينات الميلادية عند منافستها للشركات الأمريكية والأوروبية، حيث استطاع اليابانيون التحكم بكمية المخزون بالطريقة التي عرفت فيما بعد بطريقة التصنيع عند الحاجة (Just-In-Time Manufacturing) أو JIT. هذا النظام الصناعي المطور يعتمد بشكل كبير على فكرة بدء

التصنيع والحصول على المواد الخام وغيرها من المتطلبات فقط عند الحاجة لها، وبذلك فلا يكون هناك مخزون كبير تتكبد الشركة تكاليفه المكانية وتخسر فرصة الاستفادة مما أنفق فيه من أموال.

ومركّب دوران المخزون، أو إعادة تعبئة المخزون، يجيب على التساؤل عن مدة الاحتفاظ بالمخزون لدى الشركة، وهل هي سريعة في التخلص من المخزون وجلب مخزون جديد. وعند مقارنة ذلك مع بقية الشركات تتضح مدى مقدرة الشركة على الحد من تكاليفها الخاصة بالمخزون، الأمر الذي يميز بشكل إيجابي شركة عن أخرى. ويتم احتساب مركّب دوران المخزون بقسمة تكلفة البضاعة المباعة في نهاية العام على معدل المخزون[٢]:

مركّب دوران المخزون = المبيعات / المخزون

Inventory Turnover = Sales / Inventory

لحساب هذا المركّب لشركة [إنتل] نبدأ بتكلفة البضاعة المباعة والتي نجدها في قائمة الدخل ونقوم بقسمتها على معدل المخزون خلال العام، والذي نحصل عليه من خلال قائمة المركز المالي الفصلية لعام كامل:

مركّب دوران المخزون = ١١,٨٣٦ مليوناً / ١,٦١٠ مليوناً = ٧,٣٥

مرة أخرى، نقوم بالمقارنة مع الشركات الأخرى ونجد أن المخزون يتجدد لدى شركة [إنتل] بشكل أكثر مما هو عليه لدى شركات صناعة أشباه الموصلات (٦,٥٠)، وأقل مما هو عليه في قطاع التكنولوجيا (٩,٤٩) وأقل منه في شركات [أس آند بي ٥٠٠] (٩,٧٧).

شركة [إنتل]	صناعة أشباه الموصلات	قطاع التكنولوجيا	مؤشر S&P500
٧,٣٥	٦,٥٠	٩,٤٩	٩,٧٧

ما معنى هذه النتيجة؟ تأخذ المقارنة أهمية أكبر عند إجرائها مع الشركات الواقعة في الصناعة نفسها، ذلك لأن الشركة في واقع الأمر تتنافس مع مثيلاتها وأداؤها يتأثر بأداء منافسيها الذين عادة يتواجدون في القطاع نفسه وفي الصناعة نفسها. في هذه الحالة يمكن لنا أن نقول إن نسبة المخزون لدى الشركة يعتبر جيداً، وبأي حال من الأحوال فإن المخزون يتجدد باستمرار ولعدة مرات في العام الواحد، ولا تبدو هناك مشكلة لدى الشركة فيما يخص هذا الرقم.

---

2 يجب معرفة الطريقة المتبعة في حساب مركب دوران المخزون، حيث إن هناك من يقوم بقسمة صافي المبيعات السنوية على إجمالي المخزون، بدلاً من قسمة تكلفة البضاعة المباعة على معدل المخزون.

٢. فترة تسديد المبيعات Average Collection Period

بالطريقة نفسها التي نظرنا فيها إلى مدة الاحتفاظ بالمخزون، ننظر هنا إلى معدل المدة التي يتم فيها سداد قيمة المبيعات من قبل زبائن الشركة، والذي يعرف كذلك بفترة السماح للعملاء. ومن خلال هذا الرقم يتبين ما إذا كان هناك مشكلة في تحصيل المبالغ المستحقة، أو أن الشركة تحاول أن تبيع بشتى الطرق لتحقق مبيعات عالية بغض النظر عما إذا كانت قادرة على تحصيل مستحقاتها. وكلما زادت نسبة المبالغ تحت التحصيل (Accounts Receivable) فإن الشركة تخسر فرصة توظيف هذه المبالغ في استثمارات مختلفة تعود على الشركة بفائدة مالية، ناهيك عن احتمال عدم السداد من بعض العملاء. إذاً يفضل أن يكون حجم المبالغ تحت التحصيل قليلاً جداً مقارنة ببقية الشركات. ويحسب هذا الرقم بقسمة المبالغ تحت التحصيل على معدل المبيعات اليومية:

فترة تسديد المبيعات = مبالغ تحت التحصيل / معدل المبيعات اليومية

Average Collection Period = Accounts Receivable / Sales per Day

نقوم بحساب قيمة هذا الرقم لشركة [إنتل] كما يلي[٣]:

معدل المبيعات اليومية = ٢٩,٣٨٩ مليوناً / ٣٦٥ يوماً = ٨٠,٥ مليون دولار

فترة تسديد المبيعات = ٣,٣٩٠ مليوناً / ٨٠,٥ دولار = ٤٢ يوماً

عند مقارنة هذا الرقم مع الشركات الأخرى نجد ما يلي:

شركة [إنتل]	صناعة أشباه الموصلات	قطاع التكنولوجيا	مؤشر S&P500
٤٢	٤٦	٤٩	٤١

ويدل ذلك على أن الشركة تقوم بالتحصيل بسرعة معقولة (خلال ٤٢ يوماً بالمعدل) مقارنة بغيرها من الشركات المعنية.

٣. كفاءة الأصول Turnover Assets

يساعد هذا المركّب، والذي يعرف كذلك بمعدل دوران الأصول، على معرفة مدى استفادة الشركة مما لديها من أصول، أي أنه يبين العلاقة بين حجم الأصول وحجم المبيعات، ومدى تغطية المبيعات لتكلفة الأصول.

3 لاحظ أننا استخدمنا معدل رصيد المبالغ تحت التحصيل للفصول الخمسة الماضية، وذلك ليتطابق حسابنا مع الطريقة التي تم فيها احتساب هذه الأرقام من قبل Market Guide.

بالإمكان حساب مركّب كفاءة الأصول بطريقتين مختلفتين، أو بالأصح نقول أن هناك مركّبين متشابهين لفحص كفاءة الأصول، ولكن سوف ننظر فقط للأول منها والذي يأخذ إجمالي الأصول (Total Assets) بدلاً من الأصول الثابتة (Fixed Assets) عند حساب قيمة المركّب:

مركّب كفاءة الأصول = المبيعات / مجمل الأصول

Total Assets Turnover = Sales / Total assets

بالنسبة لشركة [إنتل] نجد أن معدل مجمل الأصول للفصول الخمسة الماضية بلغ ٣٩,٢٩٨ مليون دولار، وبالتالي فإن مركّب كفاءة الأصول لديها يساوي ٠,٧٥ وبالمقارنة مع الغير نجد التالي:

شركة [إنتل]	صناعة أشباه الموصلات	قطاع التكنولوجيا	مؤشر S&P500
٠,٧٥	٠,٨١	٠,٩٧	١,٠٣

هنا نجد أن هذا المركّب يعتبر ضعيفاً نوعا ما عند الشركة، ويدل على أن أصول الشركة قد تكون كبيرة بعض الشيء. فالمهم أن الشركة التي تحقق مبيعات عالية بأصول قليلة تكون أفضل من أخرى لديها أصول كبيرة لا تشارك بشكل جيد في زيادة المبيعات. ولكن يجب أن ننتبه هنا إلى بعض الخلل في اعتماد مثل هذا الرقم، وهو أنه يأخذ مجمل الأصول التي تشمل الأصول الجارية بما فيها من رصيد نقدي وحسابات تحت التحصيل والتي لا تعتبر عبئاً على الشركة كباقي الأصول. هنا قد يكون من الأفضل والأكثر دلالة أن يتم احتساب هذا المركّب بأخذ الأصول الثابتة بالاعتبار بدلاً من مجمل الأصول، ومقارنة النتيجة مع الشركات الأخرى. وقد يرى القارئ فائدة في إجراء هذا الحساب والبحث عن الأرقام الخاصة بالشركات الأخرى من أحد المصادر المتوفرة على الإنترنت.

إدارة المديونية (Debt Management)

الدَين أو الاقتراض هو أحد وسائل الحصول على رأس المال اللازم لقيام الشركة بمهامها المختلفة، وهناك الكثير من الشركات ذات الربحية العالية تقترض باستمرار على المدى القصير والطويل. وهنا ينشأ سؤال عن ضرورة الاقتراض طالما أن الشركة تحقق أرباحاً عالية، بل قد تكون لديها أرصدة نقدية كبيرة الحجم وتظل تقترض باستمرار! السبب في ذلك يعود إلى فارق العائد بين ما تحققه الشركة من خلال عملياتها التشغيلية وما يجب أن تدفعه مقابل المال المقترض. فلو أن الشركة استطاعت أن تقترض بسعر ٧٪ للفائدة وقامت بتوظيف المبلغ للحصول على عائد أعلى من ٧٪ فتكون النتيجة نمو في رأس المال لديها. مثال ذلك ما يقوم به المستثمر عند الشراء على حساب الهامش (Margin Account) عن طريق وسيط الأسهم، حيث يكون هدف المستثمر

تحقيق عائد من المال يفوق ما يدفعه للوسيط من فوائد على المال المقترض. أو كمثال آخر، ما يقوم به من يعمل في مجال العقار والبناء من اقتراض بمعدل فائدة معين لإنشاء مجمع سكني يقوم بتأجيره ودفع جزء منه على الفائدة المستحقة من المبلغ المقترض.

ونجد أن الخطورة نفسها التي تواجه من يتعامل بحساب الهامش في حالة جنوح استثماراته عن توقعاته هي ذاتها تواجه الشركات التي تقترض بهذا الشكل. كذلك فإن المقرضين يفضلون أن تكون نسبة المديونية قليلة مقارنة برأس المال والأصول لما يمنحه ذلك من حماية لما تم اقتراضه من مال. هنا نقوم بدراسة مركّب المديونية ومركّب تغطية تكاليف الفائدة.

١. مركب المديونية Debt Ratio

يقيس هذا المركّب نسبة إجمالي المديونية لإجمالي الأصول، وتشمل المديونية جميع ما على الشركة من ديون بما في ذلك الالتزامات الجارية والديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل، وتشمل الأصول مجمل موجودات الشركة الملموسة وغير الملموسة (مثل براءات الاختراع والعلامات التجارية وغيرها).

مركّب المديونية = إجمالي المديونية / إجمالي الأصول

Debt Ratio = Total Debt / Total Assets

ونستطيع حساب هذا المركّب لشركة [إنتل] كالتالي:

مركّب المديونية = ١١,٣١٤ مليوناً /٤٣,٨٤٩ مليوناً = ٠,٣٥

مما يعني أن المديونية تمثل ٣٥٪ من قيمة إجمالي أصول الشركة. ونظراً لعدم وجود قيمة للمديونية في دليل Market Guide للمقارنة، نقوم بحساب مركّب آخر للمديونية يعتمد على ملكية الشركة. يسمى هذا المركّب بمركّب المديونية للملكية (Total Debt to Equity).

مركّب المديونية للملكية = إجمالي المديونية / إجمالي الملكية

Debt to Equity Ratio = Total Debt / Total Stockholders' Equity

ونستطيع حساب هذا المركّب لشركة [إنتل] كما يلي:

مركّب المديونية للملكية = ٩٥٥ مليوناً/٣٢,٥٣٥ مليوناً = ٠,٠٣

لمقارنة أداء المركّب بالنسبة لشركة [إنتل] نجد ما يلي:

شركة [إنتل]	صناعة أشباه الموصلات	قطاع التكنولوجيا	مؤشر S&P500
٠,٠٣	٠,١٤	٠,٢٤	٠,٨٩

ونجد هنا أن ديون الشركة (حسب تعريف دليل Market Guide) تساوي فقط ٣ بالعشرة من المائة (أي أقل من ١%) من كامل حقوق المساهمين، وهذا رقم جيد للغاية وذلك نتيجة لقلة حجم ديون الشركة.

٢. مركب تغطية تكاليف الفائدة Interest Coverage Ratio

يقصد بتغطية تكاليف الفائدة حساب عدد المرات التي تغطي فيها أرباح الشركة تكاليف الفائدة المستحقة على ديون الشركة، وتكمن أهمية هذا المركّب في كونه يعطي دلالة على مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها الحرجة كتكلفة الفائدة، والتي إن لم تدفع في وقتها فقد تؤدي إلى إفلاس الشركة.

مركّب تغطية تكاليف الفائدة = الأرباح قبل الضرائب والفائدة / تكاليف الفائدة

Interest Coverage = EBIT[٤] / Interest Charged

نستطيع حساب هذا المركّب لشركة [إنتل] كالتالي:

مركّب تغطية تكاليف الفائدة = ٩,٧٦٧ مليوناً /٣٦ مليوناً = ٢٧١

لمقارنة أداء المركّب بالنسبة لشركة [إنتل] نأخذ قيمة المركّب حسب الربع الأول[٥] من عام ٢٠٠٠م لنستطيع المقارنة حسب قيمة المركّب المتوفر من خلال دليل Reuters، الذي يشير إلى أن قيمة المركّب بالنسبة لشركة [إنتل] يساوي ٢٤٨:

شركة [إنتل]	صناعة أشباه الموصلات	قطاع التكنولوجيا	مؤشر S&P500
٢٤٨	١٩	١٤	١٠

هذه النتيجة تبين كما هو متوقع (نظراً لضآلة حجم ديون الشركة) أن الشركة لديها قدرة عالية جداً على دفع تكاليف الفائدة مقارنة بغيرها من الشركات، أي إن لديها من السيولة ما يغطي ٢٤٨ ضعف ما عليها من فوائد مستحقة.

4 EBIT هي اختصار لعبارة Earnings Before Interest and Taxes، الأرباح قبل الفائدة والضرائب.

5 بعض الأرقام لن تتطابق نظراً لاعتمادنا على القوائم المالية الواردة في الكتاب، بينما في الدليل المتوفر على الإنترنت تحسب القيم هذه حسب آخر فصل متوفر.

الربحية (Profitability)

في نهاية الأمر قد يكون أهم المؤشرات هي تلك التي تبين مدى ربحية الشركة، ذلك لأن الشركة بطبيعتها وجدت لتحقيق الربح عن طريق بيع منتجاتها وخدماتها، والحصول على مبلغ من المال يفوق مجمل ما تم صرفه في سبيل الحصول على هذا المال. وبهذا المنطق قد يقول قائل لماذا لا نكتفي بمؤشرات الربحية وننسى بقية المؤشرات! والرد على هذا القول هو أن هناك العديد من الشركات التي ليس لديها ربحية في الوقت الحاضر وتظل من الشركات المتميزة ذات المستقبل اللامع، لذا يجب علينا قياس أدائها بواسطة مؤشرات أخرى. كذلك قد تتساوى بعض الشركات في ربحيتها، عندها نحتاج إلى النظر إلى بقية المؤشرات. علاوة على ذلك، كثيراً ما يتم اكتشاف الصعوبات التي تواجه الشركة عن طريق بقية المؤشرات. فيما يلي نقوم بدراسة صافي الربح، والعائد على حقوق المساهمين.

١. مركب صافي هامش الربح Net Profit Margin

يقيس هذا المركّب نسبة صافي ربح الشركة لمبيعاتها، أي أنه يبين مقدار الربح من كل دولار مبيعات. فالشركة التي تحقق ١٥ سنتا كربح من كل دولار مبيعات تكون أفضل من أخرى تحقق فقط ١٢ سنتا من كل دولار مبيعات.

مركّب صافي هامش الربح = صافي الربح لحملة الأسهم العادية/ المبيعات

Net Profit Margin = Net Income Available To Common Holders / Sales

ونستطيع حساب هذا المركّب لشركة [إنتل] كالتالي:

مركّب صافي هامش الربح = ٧,٣١٤ مليوناً / ٢٩,٣٨٩ مليوناً

= ٠,٢٥ (٢٥٪)

ويعني ذلك أن الشركة تحقق ٢٥ سنتا كربح صافٍ مقابل كل دولار مبيعات، وعند مقارنة هذا المركب مع الشركات المماثلة ومع مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] نجد التالي:

شركة [إنتل]	صناعة أشباه الموصلات	قطاع التكنولوجيا	مؤشر S&P500
٢٥٪	٢٠٪	١١٪	١٢٪

هذا الرقم بلا شك يعود لصالح شركة [إنتل] ويدل على الربحية العالية التي تتمتع بها الشركة نتيجة تمتعها بقوة شبه احتكارية في مجال معالجات الحاسب الآلي، حيث نجد معظم الحاسبات الشخصية وكذلك نسبة كبيرة من الحاسبات المركزية (Servers) تستعمل هذه المعالجات.

٢. مركب العائد على حقوق المساهمين Return on Common Equity

يتم احتساب مركّب ROE بقسمة صافي الربح على مجموع ملكية حملة الأسهم (المساهمين)، ويعتبر من أهم المركّبات لأنه يبين مقدار العائد على ما تم استثماره من قبل المستثمرين في الشركة. فلو كانت قيمة العائد مثلاً ٥٪ فقد يكون من الأولى للمستثمرين أن يودعوا أموالهم في البنوك أو يشتروا بها سندات حكومية أو مؤسسية أو غيرها من الوسائل الآمنة التي قد تحقق أكثر من ٥٪. يتم احتساب مركّب العائد على حقوق المساهمين كالتالي:

مركّب العائد على حقوق المساهمين = صافي الربح لحملة الأسهم العادية/ حقوق المساهمين

Return on Common Equity =

Net Income Available To Common Holders / Common Equity

ونستطيع حساب هذا المركّب لشركة [إنتل] كالتالي:

مركّب العائد على حقوق المساهمين = ٧,٣١٤ مليوناً /٣٢,٥٣٥ مليوناً = ٠,٢٣ (٢٣٪)

هذا يعني أن حملة الأسهم يحققون عائداً على استثمارهم بنسبة ٢٣٪، الأمر الذي يفسر سبب صعود سعر سهم الشركة على مدى السنين الماضية. في الواقع إننا نعرف من مصادر أخرى أن معدل قيمة هذا المركّب لشركة [إنتل] على مدى السنوات الخمس الماضية (وليس فقط هذا العام) كان بحدود ٣٢٪، وبالمقارنة مع الغير نجد التالي[٦]:

شركة [إنتل]	صناعة أشباه الموصلات	قطاع التكنولوجيا	مؤشر S&P500
٢٧٪	٢٢٪	١٩٪	٢٤٪

وكما علمنا عن كيفية نمو رأس المال فإن من يستطيع أن يحقق عائداً بنسبة ٢٧٪ في كل عام ويبدأ برأس مال قدره ١٠,٠٠٠ دولار، يتجاوز رأس ماله بعد مرور ١٠ أعوام ١٠٩ آلاف دولار، أي أكثر من عشرة أضعاف رأس المال الأصلي، الأمر الذي يفسر سبب تصاعد سعر السهم لشركة [إنتل] في السنوات الأخيرة، راجع الجدول ١-٢، صفحة ٣١.

6 هنا استخدمنا قيمة المؤشر حسب الفصول الخمسة الماضية، للمطابقة مع Market Guide.

القيمة السوقية (Market Value)

مؤشرات القيمة السوقية هي تلك التي تقارن قيمة السهم مع بعض مؤشرات الأداء، وعن طريقها نستطيع معرفة مدى إقبال السوق على شراء أسهم الشركة، وعما إذا كان السعر الحالي للسهم أعلى من المعقول، أي أنه تم تثمينه بإفراط (Over-Valued) أو أنه أقل من المعقول، أي بخس في تثمينه (Under-Valued)، أو انه معقول، أي أنه مثمن باعتدال (Fairly-Priced). ولكن لنتوقف قليلاً عند مفهوم سعر السهم.

عندما نجد أن سعر سهم الشركة (أ) يساوي ١٠٠ دولار، وسعر سهم الشركة (ب) يساوي ٥٠ دولاراً، فطبيعي أن نقول إن سعر سهم الشركة (أ) أعلى من سعر سهم الشركة (ب)، ولكن ليس صحيحاً أن نقول إن سعر سهم الشركة (أ) "أغلى" من سعر سهم الشركة (ب)، ذلك لأن مفهوم غلاء الشيء (أياً كان هذا الشيء) يعود إلى مقارنة السعر بفائدة الشيء، أي أن الأسعار نسبية وليست مطلقة. وبالنسبة للأسهم بشكل خاص فمن الممكن أن تقرر إدارة الشركة (أ)، في المثال السابق، تجزئة أسهم الشركة بنسبة ٣:١ فينخفض سعر السهم إلى ٣٣ دولاراً وبهذا يكون أقل سعراً من سهم الشركة (ب)! خلاصة القول إنه يجب ربط سعر السهم بمؤشرات أخرى لها علاقة بربحية الشركة ونسبة المديونية لديها، ومقارنتها مع غيرها من الشركات قبل أن نقرر ما إذا كان السعر "غالياً" أم لا. من أهم مؤشرات القيمة السوقية مكرر الأرباح ومركّب السعر على المبيعات وسعر السهم الدفتري.

١. مكرر الأرباح Price/Earnings Ratio

من أكثر مؤشرات القيمة السوقية متابعة من قبل المحللين نجد مركّب السعر على ربح السهم، أو ما يعرف بمكرر الأرباح (P/E)، والذي يقيس العلاقة بين سعر السهم والربح المتحقق للسهم الواحد.

مكرر الأرباح = سعر السهم/ ربح السهم

Price/Earnings (P/E) = Price per Share / Earnings per Share

على سبيل المثال، لو كان سعر السهم ١٠ دولارات وكانت الشركة تربح ٢ دولار على السهم الواحد، فيكون مكرر الأرباح للسهم يساوي ٥، أو بمعنى آخر يكون العائد على السعر الحالي للسهم يساوي ٢٠%، ذلك لأن المستثمر الذي يدفع ١٠ دولارات على السهم الواحد يمكن أن نعتبر نصيبه من أرباح الشركة مبلغ ٢ دولار، حتى وإن لم توزع الأرباح. ويتغير سعر هذا المركّب مع تغير سعر

السهم بشكل يومي، وطريقة حسابه تبدأ أولاً بحساب ربح السهم للاثني عشر شهراً الماضية وذلك بقسمة صافي الربح على عدد الأسهم المصدرة[٧]:

ربح السهم الواحد = صافي الربح/ عدد الأسهم المصدرة

Earnings per Share (EPS) = Net Income / Shares Outstanding

وكما رأينا في قائمة الدخل لعام ١٩٩٩م فربح السهم الواحد يساوي حوالي ٢,٢٠ دولار. إذاً نستطيع حساب قيمة هذا المركّب لشركة [إنتل] على فرض أن سعر السهم كما كان عليه في نهاية عام ١٩٩٩م (٨٢ دولاراً) لنحصل على التالي:

مكرر الأرباح = ٨٢ دولاراً/٢,٢٠ دولار = ٣٧

ولمقارنة هذا المكرر مع الشركات المماثلة ومع مؤشر [أس آند بي] بالاعتماد على دليل Reuters والذي يشمل الربع الأول من عام ٢٠٠٠م نجد التالي:

شركة [إنتل]	صناعة أشباه الموصلات	قطاع التكنولوجيا	مؤشر S&P500
٣٧	٦٥	٥٢	٣٨

ونجد أنه بالنسبة لمكرر P/E لشركة [إنتل] فقيمته أقل مقارنة بالشركات الواقعة في نفس المجال الصناعي، وأقل من شركات القطاع التكنولوجي، وقريب للشركات الواقعة ضمن مؤشر [أس آند بي ٥٠٠]. وبمجرد النظر إلى هذه النتيجة وبغض النظر عن بقية المؤشرات نستطيع القول بأن سعر السهم معقول جداً فيما يخص مكرر الأرباح.

٢. مكرر المبيعات Price/Sales Ratio

من المؤشرات التي بدأت تشتهر في السنوات الأخيرة نجد مكرر المبيعات (P/S)، والذي ربما تعود شهرته لظهور عدد كبير من شركات التكنولوجيا التي لا يوجد لها ربح إيجابي، وبذلك لا يمكن حساب مكرر أرباح لها. هذا المكرر يقيس العلاقة بين سعر السهم وصافي المبيعات للسهم الواحد.

مكرر المبيعات = سعر السهم/ المبيعات للسهم الواحد

Price/Sales (P/S) = Price per Share / Sales per Share

ونجد عند حساب قيمة هذا المكرر[٨] لشركة [إنتل] أن P/S يساوي ٨,٩٩، وبالمقارنة نجد:

7 هناك بعض الأخطاء الشائعة فيما يخص مقارنة الأرباح من فصل لآخر تجدها في الصفحة ١٩٣ لاحقاً.

شركة [إنتل]	صناعة أشباه الموصلات	قطاع التكنولوجيا	مؤشر S&P500
٨,٩٩	٨,١٩	٦,٣٥	٣,٩٠

والذي يشير إلى أن قيمة المكرر لدى [إنتل] أعلى بكثير من بقية شركات [أس آند بي]، وأعلى بقليل من الشركات المماثلة، ويعود ذلك للارتفاع النسبي لسعر سهم الشركة في حينه. وبشكل عام يفضل أن تكون قيمة هذا المكرر قليلة، ولكن يجب الانتباه إلى أنه بالإمكان أن تكون قيمته مرتفعة وتظل الشركة جيدة. والسبب أن هناك شركات مبيعاتها قليلة نسبياً (مما يجعل قيمة هذا المكرر مرتفعة) ولكن هامش الربح لديها مرتفع جداً، مثل ما هو واقع مع شركة مايكروسوفت وإنتل. لذا من الأفضل مقارنة قيمة المكرر مع الشركات المنافسة مباشرة للشركة، وليس النظر إلى السوق ككل أو حتى القطاع نفسه.

٣. سعر السهم الدفتري Book Value per Share

سعر السهم الدفتري يبين قيمة السهم بالطريقة المحاسبية، ويحسب بقسمة مجمل حقوق المساهمين (جميع ما يملكه حملة الأسهم العادية في الشركة) على عدد الأسهم المصدرة:

سعر السهم الدفتري = حقوق المساهمين / عدد الأسهم المصدرة

Book Value per Share = Common Equity / Shares Outstanding

مرة أخرى، نشير إلى أن المقصود بحقوق المساهمين هو إجمالي ما تم دفعه من قبل المستثمرين في الشركة على مدى عمرها، وهذا المبلغ يشمل ما تم دفعه عند الاكتتاب وما تم دفعه بعد ذلك عندما قامت الشركة بطرح المزيد من الأسهم. وكذلك تشمل ملكية حملة الأسهم جميع ما ربحته الشركة على مدى عمرها واحتفظت به كأرباح مبقاة (Retained Earnings)، أي لم تقم بتوزيعه على شكل أرباح. لاحظ أن حملة الأسهم الممتازة (الذين لا يوجد أي منهم لدى شركة [إنتل]) وكذلك المقرضين ليس لهم نصيب من الأرباح المبقاة، ذلك لأنهم يحصلون على عوائد ثابتة ولا يحق لهم المشاركة في ملكية الشركة.

كذلك الأمر بالنسبة لعدد الأسهم المصدرة فهو عدد ما تم بيعه (أو إصداره) من الأسهم العادية، وبذلك فالقيمة الدفترية للسهم هي حصة كل حامل سهم عادي من إجمالي قيمة الشركة. كذلك بالإمكان احتساب القيمة الدفترية بطرح إجمالي خصوم الشركة وحقوق حملة الأسهم الممتازة من أصول الشركة وقسمتها على عدد الأسهم المصدرة:

[8] لقد تم أخذ النتيجة أعلاه في فبراير ٢٠٠٢م، بينما بقية النتائج كانت في أوقات مختلفة من عام ٢٠٠١م.

سعر السهم الدفتري = (الأصول - الخصوم) / عدد الأسهم المصدرة

Book Value per Share = (Assets - Liabilities) / Shares Outstanding

هذه الطريقة توضح بشكل آخر أن ما يملكه حملة الأسهم العادية يساوي كل ما تملكه الشركة (أصولها) ناقص ما عليها من التزامات لمقرضيها من حاملي السندات والبنوك وغيرها من التزامات.
ونستطيع حساب سعر السهم الدفتري لشركة [إنتل] كما يلي:

سعر السهم الدفتري = حقوق المساهمين / عدد الأسهم المصدرة

= ٣٢,٥٣٥ مليوناً / ٣,٣٢٤ مليوناً = ٩,٧٩ دولار

وهذا يختلف كثيراً عن سعر السهم السوقي (٨٢ دولاراً)، مما يعني أن المستثمرين يعتقدون أن قيمة الشركة الحقيقية أكثر بكثير من سعرها الدفتري. ولكن كم عدد المرات التي يفوق فيها سعر السهم السوقي السعر الدفتري، ذلك لأن هذا الرقم يوضح مدى الفارق بين حساب قيمة السهم من الناحية المحاسبية مع ما يعتقده مستثمرو الشركة، وهو ما يعرف بمركّب سعر السوق للسعر الدفتري (Market to Book Ratio):

مركّب سعر السوق للسعر الدفتري = سعر السهم السوقي / سعر السهم الدفتري

Market to Book Ratio = Market Value per Share / Book Value per Share

بالنسبة لشركة [إنتل] فمركّب سعر السوق للسعر الدفتري يساوي ٨,٣٨ (٨٢ دولاراً / ٩,٧٩) حسب نهاية عام ١٩٩٩م، ولمقارنة هذه القيمة مع الشركات المماثلة ومع مؤشر [أس آند بي] حسب الربع الأول لعام ٢٠٠٠م نجد التالي:

شركة [إنتل]	صناعة أشباه الموصلات	قطاع التكنولوجيا	مؤشر S&P500
٩	١٤	١٥	١٠

هنا نستطيع القول إن المستثمرين في شركة [إنتل] يدفعون حوالي ٩ أضعاف القيمة الدفترية للشركة بينما يدفع المستثمرون في الشركات الواقعة في الصناعة نفسها ١٤ ضعفاً، وفي قطاع التكنولوجيا ١٥ ضعفاً، وبشكل عام فإن المستثمرين في السوق، كما نراه من خلال شركات [أس آند بي]، يدفعون ١٠ أضعاف القيمة الدفترية.

ما معنى هذا الاستنتاج؟ بالمقارنة مع الشركات الواقعة في المجال نفسه (صناعة أشباه الموصلات ومجال التكنولوجيا) نجد أن المستثمرين لم يدفعوا كثيراً في شركة [إنتل] وقد نقول بأن هناك إمكانية دفع المزيد من المال للحصول على أسهم الشركة، مما يعني أن المستثمر في شركة [إنتل]

لو قام بدفع ما دفعه غيره في الشركات المماثلة (١٤)، فيجب أن يرتفع سعر سهم الشركة إلى أكثر من ذلك، ليصل إلى ١٤ × ٩,٧٩ = ١٣٧ دولاراً!

أهمية التدفق النقدي (Cash Flow)

كثير من المستثمرين لا يدرك أهمية التدفق النقدي للشركة وينظر فقط إلى صافي الربح كمعيار رئيسي لربحية الشركة وجودتها. وبالرغم من أهمية صافي الربح إلا إنه في كثير من الأحيان لا يعكس ربحية الشركة الحقيقية. على سبيل المثال، لو أن شركة قامت ببيع كميات كبيرة من منتجاتها على الحساب وتم تقييد قيمتها كحسابات قيد الدفع (Accounts Receivables)، فإن الذي يحدث في كثير من الشركات أن تحسب قيمة هذه المبيعات كمبيعات متحققة، وتؤثر بالتالي على صافي الربح، بينما قد تعاد هذه المبيعات لاحقاً للشركة لسبب أو آخر. ولكن بالنظر إلى التدفق النقدي للشركة تتضح حيوية الشركة وصحتها النقدية، مما يتيح اكتشاف مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها النقدية والتوسع في نشاطاتها.

وأهمية التدفق النقدي تأتي بالنظر إلى ما يعرف بالتدفق النقدي الحر[٩] (Free Cash Flow)، والذي هو عبارة عن صافي الأرباح كما يظهر في قائمة الدخل مضافاً إليه تكاليف الاستهلاك (Depreciation) وغيره من التكاليف غير النقدية، ومن ثم خصم المصروفات الرأسمالية التي دفعت قيمتها نقداً خلال الفصل، وأخيراً خصم قيمة الأرباح النقدية الموزعة. أو بطريقة أخرى، يمكن أخذ قيمة التدفق النقدي التشغيلي وخصم المصروفات الرأسمالية منه. لاحظ إن المصروفات الرأسمالية لا تحسب كاملة في قائمة الدخل، بل يحسب جزء منها حسب الطريقة المتبعة في توزيع التكلفة (Amortization)، لذا فمن الضروري خصم كامل التكلفة الرأسمالية النقدية لإيضاح التدفق النقدي الحقيقي للشركة.

ويستخدم التدفق النقدي الحر لمعرفة جودة الشركة وذلك بعدة طرق منها رصد النمو السنوي (أو الفصلي) للتدفق النقدي الحر، والذي يفضل أن ينمو بنسبة أعلى من نمو الأرباح، ويؤخذ نمو التدفق النقدي الحر كدليل سبّاق لنمو الأرباح، وبالتالي ارتفاع سعر السهم. ويمكن كذلك قسمة التدفق النقدي الحر على صافي المبيعات لمعرفة مقدار النقد الحر المتحقق مقابل كل دولار مبيعات، ومن ثم مقارنة ذلك بالرقم نفسه في السنوات الماضية، ومقارنته مع باقي الشركات. ومنه يمكن استنتاج مدى قدرة المبيعات على تحقيق عوائد نقدية للشركة. وتأتي أهمية التدفق النقدي في إمكانية استخدامه لتقدير القيمة الإجمالية (المعقولة) لأي شركة على أنها ما يعادل خمسة إلى

9 يسمى بالتدفق النقدي الحر لكونه غير مقيد بشروط، فهو نقد حر بإمكان الشركة استخدامه كيفما تشاء.

عشرة أضعاف التدفق النقدي السنوي، أو بمعنى آخر إن سعر الشركة مقسوماً على التدفق النقدي يجب ألا يتجاوز عشرة أضعاف.

مكرر التدفق النقدي = السعر / التدفق النقدي (الحر) للسهم الواحد

فلو كان التدفق النقدي الحر لشركة يساوي ١٠ بلايين دولار، وعدد الأسهم المصدرة يساوي ٥ بلايين سهم، وسعر السهم الحالي يساوي ٢٠ دولاراً، نستطيع القيام بالتحليل التالي:

التدفق النقدي للسهم الواحد = ١٠ بلايين دولار/ ٥ بلايين سهم = ٢ دولار

مكرر التدفق النقدي = ٢٠ دولاراً / ٢ دولار = ١٠

بهذه الحالة نرى إن سعر هذه الشركة يعتبر معقولاً لأن مكرر التدفق النقدي لم يتجاوز عشرة. وتستخدم هذه الطريقة كثيراً من قبل المحللين لتقدير قيمة الشركات في حالات الاندماج أو الاستحواذ.

وأخيراً يجب الانتباه إلى أن بعض الشركات قد تستخدم بعض الطرق المحاسبية الحذقة لإظهار التدفق النقدي بشكل أفضل مما هو عليه، فتقوم أحياناً بالمماطلة في دفع حساباتها المستحقة لتأخير الدفع نقداً حتى فصل قادم، أو أن تقوم بتفسير المصروفات الرأسمالية بطرق مختلفة لتقلل من تأثيرها على التدفق النقدي وهكذا. وبالرغم من ذلك يبقى التدفق النقدي الحر هام جداً في عملية تقييم الشركات.

الخلاصة

ركز الفصل على مفهوم المؤشرات المالية للشركة وكيفية حساب العديد من تلك المؤشرات. وذكرنا أن هذه المؤشرات موجودة على الإنترنت ولا يحتاج المستثمر لحسابها بنفسه، إلا إذا كان يبحث عن مؤشر معين لم يجده في مكان آخر، أو إنه يريد أن يتحقق من بعض المؤشرات مباشرة بعد صدور النتائج المالية. أحياناً قد يحتاج المستثمر لاستنتاج مؤشرات أخرى بنفسه عن طريق إنزال القوائم المالية على الحاسب الشخصي وإجراء بعض المقارنات على الأرقام المالية ومقارنتها بما يتوفر لديه من أرقام تخص شركات أخرى. وضروري جداً ألاّ تؤخذ هذه الأرقام بحد ذاتها، حيث إن الكثير من الأرقام المالية تعتمد على قيمة الأرقام نفسها لدى الشركات المنافسة، وتلك الواقعة في المجال نفسه.

ومن الأخطاء الشائعة عند قراءة النتائج المالية عدم مقارنة أداء الشركة في فصل معين بأداء الشركة للفصل نفسه في الأعوام السابقة. فإذا كانت أرباح شركة ما للفصل الثالث من العام المالي تفوق

أرباح الفصل الثاني بخمسة أضعاف فقد لا يعني ذلك الشيء الكثير إذا عرفنا أن هذه الأرباح أقل من أرباح الفصل الثالث من العام السابق. ومن الأخطاء الشائعة كذلك عدم مقارنة النتائج بما هو متوقع. فعلى سبيل المثال قد تكون أرباح فصل ما أفضل بكثير من أرباح الفصل المماثل للعام السابق، ولكن نظراً لأنها أتت أقل مما كان متوقعاً من قبل كبار المحللين، فإن ذلك يدل على ضعفٍ في الأداء ويؤدي إلى هبوط السهم.

كذلك يجب الانتباه لقراءة بقية النتائج، وليس فقط مقدار الربح من الخسارة. سوف تجد أن كثيراً من الشركات تحقق أرباحاً جيدة تفوق أداء الفصول السابقة وتفوق توقعات المحللين بفارق كبير، ولكن عند النظر جيداً في النتائج المالية يكتشف الشخص بأن هناك ضعفاً في نمو المبيعات، أو ضعفاً في هامش الربح، أو عدد من المشاكل المالية الأخرى. فالشركة الجيدة بشكل عام هي تلك التي تزداد مبيعاتها مع الوقت وتحافظ على هامش الربح لديها.

مركّب PEG

بدأ الكثير من المحللين استخدام مركّب PEG، والذي تعود شهرته لبيتر لنش الذي لاحظ أن مركّب P/E، بالرغم من شهرته الواسعه، إلا أنه لا يعطي معلومة كاملة عن ربحية الشركة ولا عن نموها المتوقع. تحسب قيمة PEG بقسمة قيمة P/E على معدل نمو الأرباح (Earnings)، غالباً للسنوات الخمس الماضية، وأحياناً للعام المقبل، لذا يجب معرفة الطريقة التي يحسب بها المؤشر قبل استعماله.

مركّب PEG = سعر السهم على ربح السهم / نسبة نمو الدخل

PEG Ratio = P/E ÷ Annual Growth Rate

إن الفكرة من مركّب PEG هي أنه في حالة كون سعر السهم معقولاً فإن قيمة P/E تكون مساوية لنمو الأرباح من عام لآخر، وذلك منطقي جداً حيث نتوقع عندما تنمو أرباح شركة مستقرة بنسبة ٢٠٪ سنوياً فمن المفترض أن ينمو سعر السهم بالنسبة ذاتها.

لاحظ إنه في حالة كون قيمة PEG أقل من ١ فإن ذلك يدل على أن أرباح الشركة تنمو بنسبة أعلى من P/E ويكون السهم جذاباً للشراء. وإذا كان P/E غير معرف (كما يحدث عندما لا يكون هناك دخل إيجابي للشركة) فإن قيمة PEG غير معرفة ونعتبرها عالية جداً (مالانهاية)، أي أن سعر السهم غير جذاب. أما إذا كان P/E قريباً للصفر (أي عندما يكون سعر السهم قليلاً جداً مقارنة بالأرباح) فإن PEG يقارب الصفر كذلك ويكون السهم صالحاً للشراء.

بأي حال من الأحوال إن هذا المركّب ليس دليلاً قاطعاً على صلاحية السهم للشراء ويجب ألا يستعمل بمفرده. راجع الصفحة ٣١٠ لمعرفة مكان متابعة قيمة مركّب PEG لأي شركة.

ملخص مؤشرات الأداء

مؤشرات السيولة (Liquidity)

١. مركّب السيولة الجارية (Current Ratio)

مركّب السيولة الجارية = الأصول الجارية / الخصوم الجارية
Current Ratio = Current Assets / Current Liabilities

٢. مركّب السيولة السريع (Quick Ratio)

مركّب السيولة السريع = (الأصول الجارية - المخزون) / الخصوم الجارية
Quick Ratio = (Current Assets – Inventory) / Current Liabilities

مؤشرات إدارة الأصول (Asset Management Ratios)

١. مركّب دوران المخزون (Inventory Turnover)

مركّب دوران المخزون = المبيعات / المخزون
Inventory Turnover = Sales / Inventory

٢. فترة تسديد المبيعات (Average Collection Period)

فترة تسديد المبيعات = مبالغ تحت التحصيل / معدل المبيعات اليومية
Average Collection Period = Accounts Receivable / Sales per Day

٣. مركّب كفاءة الأصول (Assets Turnover)

مركّب كفاءة الأصول = المبيعات / مجمل الأصول
Total Assets Turnover = Sales / Total assets

مؤشرات إدارة المديونية (Debt Management)

1. مركّب المديونية (Debt Ratio)

مركّب المديونية = إجمالي المديونية / إجمالي الأصول
Debt Ratio = Total Debt / Total Assets

٢. مركّب المديونية للملكية (Debt to Equity Ratio)

مركّب المديونية للملكية = إجمالي المديونية / إجمالي الملكية
Debt to Equity Ratio = Total LT Debt / Total Equity

٣. مركّب تغطية تكاليف الفائدة (Interest Coverage Ratio)

مركّب تغطية تكاليف الفائدة = الربح قبل الضرائب والفائدة / تكاليف الفائدة
Interest Coverage = EBIT / Interest Charged

مؤشرات الربحية (Profitability Ratios)

١. مركّب صافي هامش الربح (Net Profit Margin)

مركّب صافي هامش الربح = صافي الربح لحملة الأسهم العادية/ المبيعات
Net Profit Margin = Net Income Available To Common Holders / Sales

٢. مركّب العائد على حقوق المساهمين (Return on Common Equity)

مركّب العائد على حقوق المساهمين =
صافي الربح لحملة الأسهم العادية/ حقوق المساهمين
Return on Common Equity =
Net Income Available To Common Holders / Common Equity

مؤشرات القيمة السوقية (Market Value Ratios)

١. مكرر الأرباح (Price/Earnings Ratio)

مركّب السعر على ربح السهم (مكرر الأرباح) = سعر السهم/ ربح السهم
Price/Earnings (P/E) = Price per Share / Earnings per Share

2. مكرر المبيعات (Price/Sales)

مكرر المبيعات = سعر السهم/ المبيعات للسهم الواحد
Price/Sales (P/S) = Price per Share / Sales per Share

3. سعر السهم الدفتري (Book Value per Share)

سعر السهم الدفتري = حقوق المساهمين / عدد الأسهم المصدرة
Book Value per Share = Common Equity / Shares Outstanding
مركّب سعر السوق للسعر الدفتري = سعر السهم السوقي / سعر السهم الدفتري
Market to Book Ratio = Market Value per Share / Book Value per Share

الفصل الحادي عشر

متابعة المؤشرات المالية والاقتصادية

في هذا الفصل

- هل نستطيع الحصول على مؤشر ما من خلاله نستطيع التنبؤ بحالة السعر في المستقبل؟
- لماذا على المستثمر متابعة التطورات الاقتصادية؟ وما هي بعض المؤشرات الاقتصادية التي لها تأثير كبير على تحركات الأسهم؟
- ما هو دور البنك المركزي ولماذا يجب علينا متابعته؟ كيف يتحكم البنك المركزي بكمية النقد في البلاد، وما تأثير ذلك على الاقتصاد؟
- ما هي أشهر مؤشرات السوق التي يتابعها المستثمرون وكيف كان أداؤها خلال السنوات الماضية؟
- كيف يستثمر الشخص في قطاع التكنولوجيا؟ وماذا عن قطاع التكنولوجيا الحيوية؟

تذكر بأن دور المحلل الفني يتمثل في محاولته اكتشاف التوقيت المناسب للدخول إلى السوق والخروج منه، فهو يستعمل ما يتوفر لديه من أدوات وقدرات فنية لمعرفة اتجاه الأسهم بشكل عام أو اتجاه سهم معين بحد ذاته، مثله في ذلك من يقوم بقراءة الرسوم البيانية للأسهم فهو يحاول أن يعرف إن كان الوقت مناسباً للدخول في السوق أم لا. وهذا يختلف تماماً عن دور المحلل الأساسي الذي يبحث عن السهم المناسب من خلال تحليله لوظيفة الشركة وأدائها، ولا يهتم كثيراً في محاولة معرفة التوقيت المناسب. ويمكن القول بأن المحلل الفني يشتري السهم والمحلل الأساسي يشتري الشركة! وهذا الفرق الواضح بين دور المحلل الفني والمحلل الأساسي مهم جداً ويتفق مع ما ذكرناه عن وظيفة كل منهما. وقد نقول إن أقصى حالات التطرف الأساسي ألا ينظر

الشخص إلى سعر السهم على الإطلاق، عدا ضرورة معرفة عدد الأسهم المراد شراؤها أو بيعها، وأقصى حالات التطرف الفني ألا ينظر الشخص إلى الشركة على الإطلاق، عدا ضرورة معرفة رمز الشركة لإجراء البيع والشراء!

يجب أن نشير هنا إلى أن بعض المؤشرات التي سوف نتطرق لها في هذا الفصل تمارس بشكل أكبر من قبل المحللين الفنيين والبعض الآخر يمارس بشكل أكبر من قبل المحللين الأساسيين. ولن نحاول تصنيف هذه المؤشرات حسب استخدامها من قبل كل نوع من المحللين ولا على مدى أهميتها لكل نوع منهما، بل سوف نقوم بعرضها كمؤشرات مهمة يجب على المستثمر التعرف عليها بغض النظر عن الطريقة الاستثمارية التي ينتهجها.

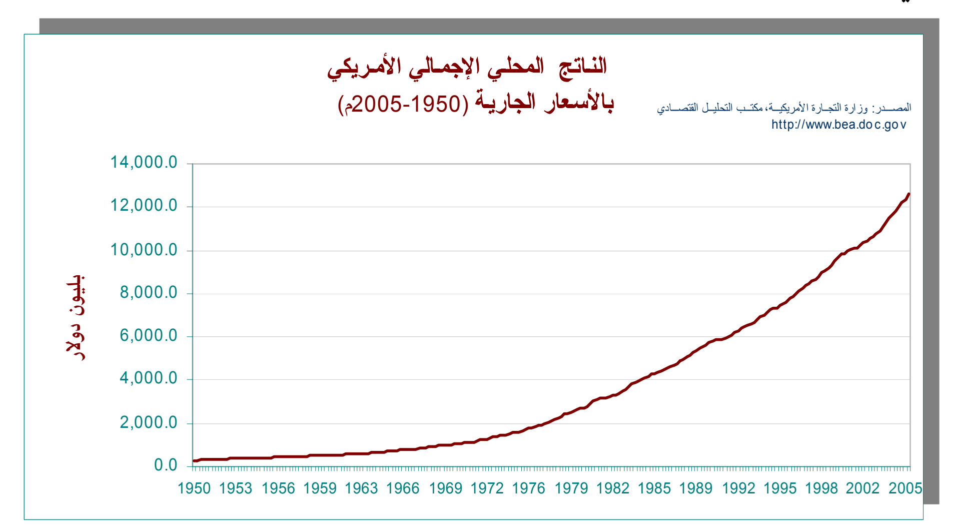
هناك تساؤل جيد له أبعاد في غاية الأهمية عن مدى إمكانية وجود مؤشر ما، له القدرة على التنبؤ بمستقبل السوق أو مستقبل شركة بعينها! يطلق على هذا النوع من المؤشرات بالدليل السبّاق (Leading Indicator) لكونه يفيد في معرفة ما سوف يحدث في المستقبل، فهو يسبق حدوث الأشياء من ارتفاع أو هبوط في الأسعار. مثال ذلك من الظواهر الطبيعية عندما يأتي المطر قبل موعده بأشهر، فيكون دليلاً (أو مؤشراً سبّاقاً) على ظهور الأزهار والنباتات البرية قبل موعدها. أو لو أن شخصاً يعمل في دائرة البلدية ولاحظ كثرة طلبات تصاريح إنشاء مصانع في قرية ما، فقد يكون هذا دليل سبّاق لازدهار هذه القرية وبالتالي قد تنشأ فرصة استثمارية لإقامة دور سكنية أو محلات تجارية في المنطقة نفسها.

وعكس الدليل السبّاق ما يعرف بالدليل اللحّاق (Lagging Indicator)، وهو الدليل الذي يأتي بعد حدوث الشيء (أو أثناء حدوث الشيء)، لذا فإن فائدته محدودة لأنه لا يسمح للمحلل بمعرفة اتجاه السعر بوقت كاف. مثال ذلك إعلان الأرباح للشركة، فإن كانت الشركة قد حققت أرباحاً فاقت التوقعات فإن السعر يرتفع بشكل حاد ولكن ذلك يحدث بسرعة لا تسمح للمستثمر من الاستفادة من معرفة النتيجة.

مؤشرات الحالة الاقتصادية

إن الوضع الاقتصادي للبلاد يعتبر بلا شك من أهم العوامل المؤثرة على نمو الشركات وازدهارها، نتيجة كون أداء الشركات يتفاعل بشكل كبير مع الحالة الاقتصادية. فإن كان الاقتصاد قوياً كان باستطاعة الأفراد والمؤسسات شراء متطلباتهم المختلفة بيسر وسهولة مما يعطي حافزاً قوياً للشركات لزيادة إنتاجها وطرح منتجاتها في الأسواق. وإذا كان الاقتصاد ضعيفاً فإن الشركات لا تجد من يشتري منتجاتها وبالتالي تقوم بتقليص نشاطاتها وتتأثر تبعاً لذلك نتائجها المالية.

ومن أهم المؤشرات الاقتصادية نجد الناتج المحلي الإجمالي (Gross Domestic Product) والذي يعرف بالاختصار (GDP)، وهو عبارة عن القيمة الإجمالية لجميع ما ينتجه الاقتصاد من سلع وخدمات في عام واحد[١]، ويشمل القيمة الإجمالية لكل ما تم صناعته من قبل الشركات أو الحكومة أو الأفراد. ويختلف الناتج المحلي الإجمالي قليلاً عن الناتج الإجمالي القومي (Gross National Product) أو GNP، في أنه لا يشمل ما تم إنتاجه خارج البلاد، حتى وإن كان منتجاً من قبل شركات وطنية أو مواطنين، بينما الناتج الإجمالي القومي يشمل قيمة كافة المنتجات التي تخص البلاد، سواء أنتجت داخل البلاد أو خارجها، طالما إنها منتجة من قبل شركات وطنية أو مواطنين. وبأي حال من الأحوال الفرق بين المقياسين صغير جداً، خصوصاً في الولايات المتحدة، وحالياً يعتبر مقياس GDP الأكثر شيوعاً، انظر الشكل ١١-١ الذي يبين قيمة الناتج المحلي الأمريكي خلال ٥٥ عاماً وذلك بالأسعار الجارية، أي بدون التخلص من تأثير تضخم الأسعار على القيمة.



الشكل ١١-١: تضاعف الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي منذ عام ١٩٥٠م حتى نهاية ٢٠٠٥م حوالي ٤٠ مرة.

ما يعنينا هنا هو أنه كلما كان الناتج الإجمالي كبيراً دل ذلك على ضخامة حجم الاقتصاد وقوته وتأثيره على بقية اقتصادات العالم ، فنجد أن الولايات المتحدة الأمريكية هي صاحبة أكبر اقتصاد في العالم بناتج إجمالي يقارب ١٢ تريليون دولار في السنوات الأخيرة، قارن ذلك مع بعض الدول العربية والعالمية (الجدول ١١-١).

[1] يقاس الناتج المحلي بجمع قيمة مشتريات المستهلكين والمشتريات الحكومية وما ينفق على الاستثمارات الرأسمالية وصافي الصادرات ناقص الواردات.

الجدول ١١-١: مقارنة الناتج الإجمالي لعدد من الدول العربية والأجنبية (متوسط الدخل بطريقة PPP).

الدولة	الناتج المحلي الإجمالي (GDP) ٢٠٠٤م (بليون دولار)	متوسط دخل الفرد Per Capita Income
الولايات المتحدة	١١,٦٦٨	٣٩,٧١٠
اليابان	٤,٦٢٣	٢٩,٧٧٠
ألمانيا	٢,٧١٤	٢٧,٩٥٠
المملكة المتحدة	٢,١٤١	٣١,٤٦٠
فرنسا	٢,٠٠٣	٢٩,٣٢٠
إيطاليا	١,٦٧٢	٢٧,٨٦٠
الصين	١,٦٤٩	٥,٥٣٠
الهند	٦٩٢	٣,١٠٠
كوريا الجنوبية	٦٨٠	٢٠,٤٠٠
تركيا	٣٠٢	٧,٦٨٠
إندونيسيا	٢٥٨	٣,٤٦٠
المملكة العربية السعودية	٢٥١	١٤,٠١٠
إيران	١٦٣	٧,٥٥٠
إسرائيل	١١٨	٢٣,٥١٠
الجزائر	٨٥	٦,٢٦٠
مصر	٧٥	٤,١٢٠
الإمارات العربية المتحدة	٧١	٢١,٠٠٠
بنغلاديش	٥٧	١,٩٨٠
المغرب	٥٠	٤,١٠٠
الكويت	٤٢	١٩,٥١٠
تونس	٢٨	٧,٣١٠
سوريا	٢٣	٣,٥٥٠
لبنان	٢٢	٥,٣٨٠
عمان	٢٢	١٣,٢٥٠
السودان	٢٠	١,٨٧٠
قطر	٢٠	-
اليمن	١٣	٨٢٠
الأردن	١١	٤,٦٤٠
البحرين	١٠	١٨,٠٧٠
فلسطين (الضفة الغربية وقطاع غزة)	٣,٥	-

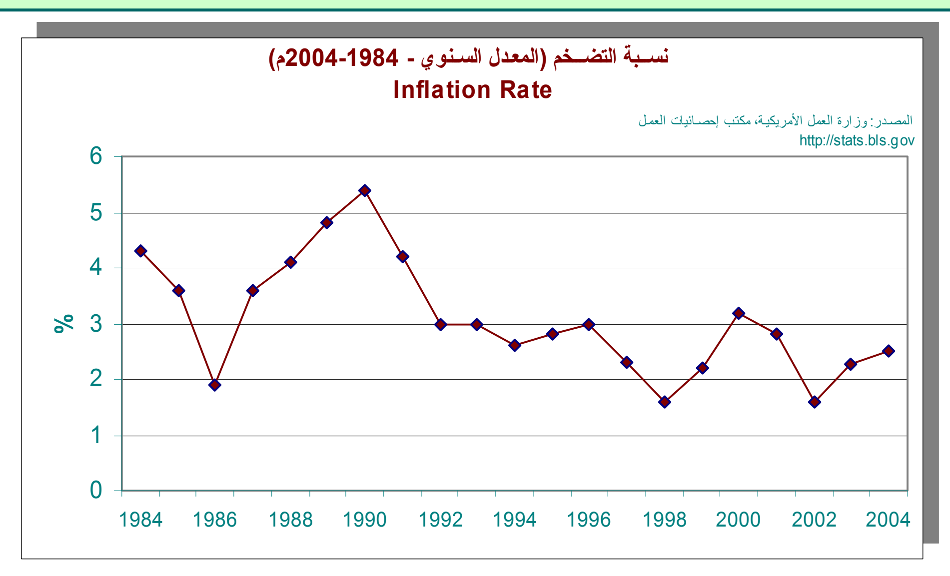
المصدر: البنك الدولي

ملاحظة

عندما نقوم بقسمة الناتج المحلي الإجمالي على عدد السكان نحصل على ما يعرف بالناتج الإجمالي للفرد، أو متوسط دخل الفرد (Per Capita Income)، والذي يعبّر عن مقدار مشاركة الفرد في حجم الاقتصاد، أو متوسط قيمة إنتاجية الفرد في البلاد. وهو لا يعني متوسط الدخل (بمعنى المرتب الشهري) كما هو شائع بالخطأ بين الناس. فإذا كان الناتج الإجمالي للفرد في بلد ما ١٠,٠٠٠ دولار، فمعنى ذلك أنه في المتوسط ينتج الفرد الواحد في تلك البلاد ما قيمته ١٠,٠٠٠ دولار في العام، أو أن حصة الفرد من الحركة الاقتصادية تساوي ١٠ آلاف دولار. ويخطئ من ينظر إلى انخفاض متوسط دخل الفرد من عام لآخر في بعض الدول النامية (كالمملكة العربية السعودية) وينسبه إلى ضعف في الاقتصاد، دون النظر إلى النمو السكاني وتركيبته الديموغرافية.

ينمو الاقتصاد في الولايات المتحدة بنسب تتراوح ما بين ٢-٥٪ سنوياً، وفقاً لنمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية، وينمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي بنسب قريبة من ذلك من عام لآخر، بينما يزداد عن ذلك بكثير في بعض الدول النامية الكبيرة، كالصين والهند اللتين يتجاوز النمو فيهما عن ٧٪. والسؤال هنا هل يعتبر نمو الناتج المحلي الإجمالي بشكل عالٍ شيئاً محموداً ومطلوباً؟ أليس ذلك دليل على ازدهار البلاد ونمو حركة الشركات فيها وبالتالي تحسن المستوى المعيشي؟ الجواب نعم، إلاّ أن من أكثر ما يخيف المستثمرين في سوق الأسهم هو النمو المتسارع للاقتصاد بالشكل الذي يؤدي إلى ضغوطات شديدة على الأسعار، كتكلفة الأيدي العاملة ونسب الاقتراض. وعندما يظهر هناك أي دليل على تسارع في نمو الاقتصاد فإن أسعار الأسهم تأخذ عادة بالهبوط ويسود السوق جو من الخوف والإحباط! ويعود السبب إلى الأثر الكبير الذي يتركه تضخم الأسعار (Inflation) على الاقتصاد، فنجد أن التضخم يزداد مع ارتفاع الإنتاجية والرفاهية الاقتصادية، وهذا أمر طبيعي، ولكن يجب أن يكون هناك تناسب بين ارتفاع الإنتاجية وارتفاع الأسعار. فعندما تكون الشركات في حالة نمو وازدهار فإنها تحتاج إلى المزيد من رأس المال للحفاظ على النمو ومواصلته. كذلك فهي بحاجة إلى توظيف المزيد من العاملين، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على رأس المال وعلى الأيدي العاملة، وبالتالي ارتفاع معدل الفائدة وأجرة العامل والموظف. هذا بدوره يؤدي إلى ارتفاع الأسعار بشكل عام في البلاد نتيجة ارتفاع تكلفة الإنتاج (من رأس مال وأيدٍ عاملة)، وبالتالي إلى تدني النتائج المالية للشركات (بسبب ارتفاع تكلفة الإنتاج وارتفاع قيمة السلع والمنتجات، ونقص عدد المشترين للمنتج). وهذا يفسر اللجوء المستمر للبنك المركزي الأمريكي (Fed) لرفع نسبة الفائدة لكبح جماح الاقتصاد وجعله ينمو بشكل معقول.

انظر الشكل ١١-٢ لمعرفة حالة التضخم في الولايات المتحدة خلال السنوات الماضية.



الشكل ١١-٢: معدل التضخم السنوي في الولايات المتحدة (حسب مؤشر أسعار المستهلكين) وتتضح السيطرة الجيدة عليه في السنوات العشر الماضية، ويعزى ذلك لمهارة السيد آلن غرينسبان، رئيس البنك المركزي.

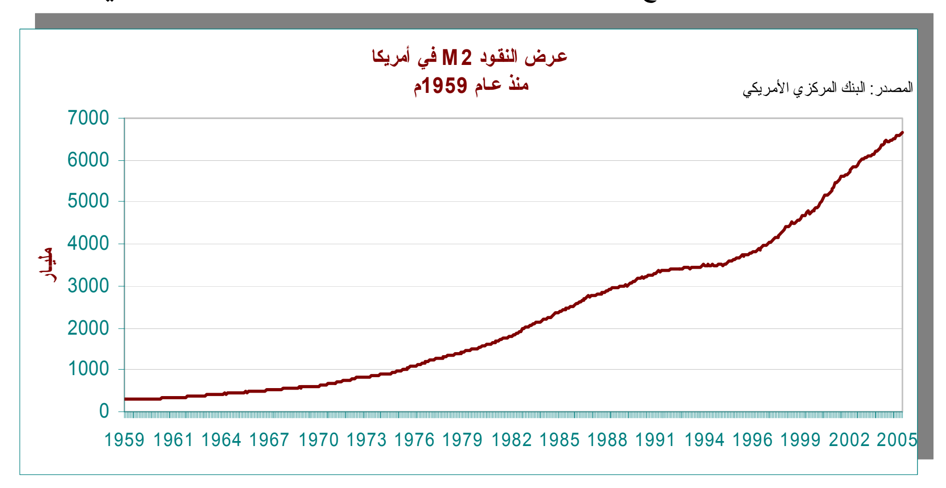
عرض النقود Money Supply

يعبّر عرض النقود عن كمية النقود المتداولة في البلاد، بما في ذلك الأشكال المختلفة للعملة المتواجدة في أيدي عامة الناس، وما يوجد من نقود في الحسابات المصرفية للأفراد والشركات، وما يوجد من شيكات سياحية وشهادات إيداع (ودائع زمنية)، وحسابات نقدية لدى وسطاء الأسهم، وغير ذلك من المبالغ النقدية السائلة الموجودة في حوزة الأفراد والمؤسسات التجارية والحكومية المختلفة. وكلما زادت كمية النقد كلما زادت القوة الشرائية لدى الناس، الأمر الذي غالباً يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم بسبب الإقبال المتزايد نتيجة توفر المال في أيدي الناس.

هناك عدة تصنيفات لمقدار هذه المبالغ النقدية في البلاد، وما تم ذكره أعلاه يعرف بالعرض النقدي من نوع ن٢ (M2)، وهناك نوعان آخران يسميان ن١ و ن٣ (M1, M3)، ويختلف كل نوع عن الأخر حسب نوع المبالغ النقدية التي يشملها. فمقياس ن١ مثلاً لا يشمل الودائع الزمنية ولا الادخارية، ومقياس ن٢ لا يشمل الودائع الكبيرة المتوفرة لدى بعض المؤسسات المالية. ولن ندخل في تفاصيل هذه الأنواع ولكن نقول بأن أهم هذه المؤشرات تأثيراً على الأسهم هو نوع ن٢، والذي تكمن أهميته في كونه يعطي مقياساً عاماً لكمية النقد المتوفر في البلاد، الشكل ١١-٣.

إلا أن ارتفاع عرض النقود له مشاكله الخاصة، حيث يبقى هناك دائماً هاجس التضخم النقدي والذي كما ذكرنا يأتي نتيجة زيادة الطلب على السلع وعلى الأيدي العاملة، وهو ما يحدث عندما تكون

الكمية النقدية مرتفعة، أي أن التضخم قد يأتي بسبب زيادة الطلب على السلع والخدمات أو بسبب زيادة الكمية النقدية المتوفرة لدى الناس. فالسبب الذي يؤدي إلى ارتفاع الأسهم هو ذاته الذي يؤدي إلى تضخم الأسعار. إذاً نجد أن المقياس النقدي ن٢ يمكن أن يعتبر دليلاً سبّاقاً من خلاله نستطيع معرفة الاتجاه المحتمل للأسهم[٢]، ولكن يجب ألا يكون الارتفاع عالياً جداً لما له من تأثير على التضخم وبالتالي هبوط الأسعار. كما يجب النظر في آخر الإحصائيات الخاصة بعرض النقود لمعرفة النسبة المقبولة لارتفاع ن٢، دون أن يكون هناك خطر من تفاقم التضخم النقدي.



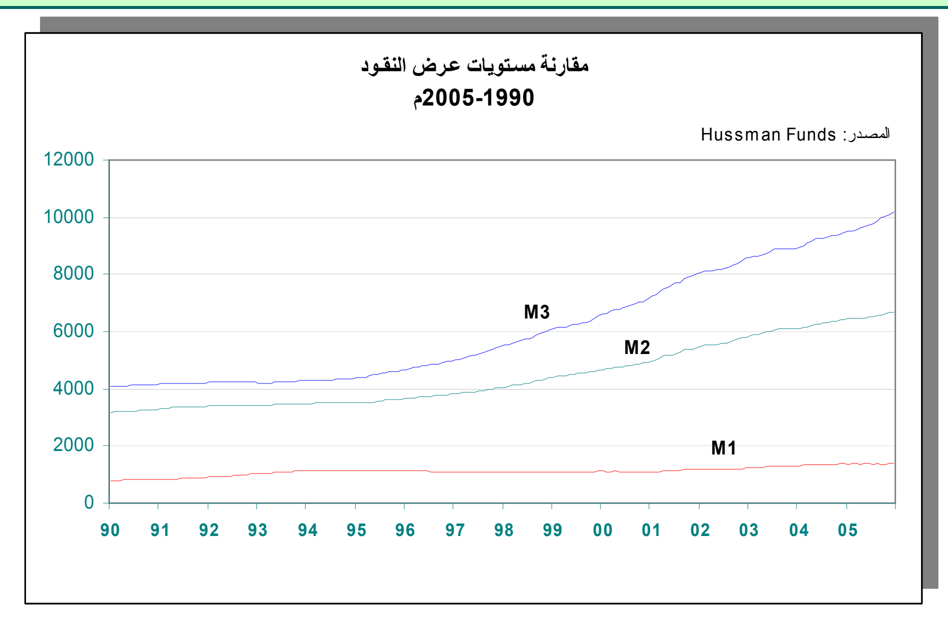
الشكل ١١-٣: مستوى العرض النقدي في الولايات المتحدة حتى نهاية عام ٢٠٠٥م، ويشير إلى مقدار السيولة المتوفرة في البلاد وله تأثير كبير على مقدرة الناس على شراء الأسهم.

وفي الشكل ١١-٤ نجد مقارنة لمستويات عرض النقود خلال ١٥ عاماً في الولايات المتحدة، ومنها نرى أن النمو في ن١ يعتبر ضعيفاً إلى حد كبير، ويعود ذلك لضعف النمو في مقدار الودائع تحت الطلب (الحسابات الجارية) واستقرار نسبة الاقتراض المصرفي في الولايات المتحدة. بينما نجد أن مقدار الودائع الزمنية والادخارية والودائع الأخرى المشكلة لعرض النقود ن٣ قد زادت بشكل كبير منذ عام ١٩٩٩م، ربما نتيجة اتجاه الناس إلى هذه الاستثمارات وبعيداً عن الأسهم.

وأخيراً هناك بعض الانتقادات الموجهة إلى جميع مقاييس عرض النقود، والسبب يعود لسهولة انتقال المال من فئة إلى فئة مما يربك أي محاولة لتفسير هذه الأرقام. على سبيل المثال، تقوم بعض البنوك أحياناً بعمليات مناقلة أرصدة مالية من الحسابات الجارية (فئة ن١) إلى حسابات الادخار (فئة ن٢) لأسباب معينة (تجنباً لفرض نسبة الاحتياطي عليها مثلاً)، مما يرفع من قيمة ن٢ بشكل كبير.

---

[2] هناك من يعتقد أنه لم يعد هناك علاقة بين عرض النقود والوضع الاقتصادي في كثير من الدول، خصوصاً في السنوات الأخيرة، ولا يزال هذا مصدر جدل بين الاقتصاديين.



الشكل ١١-٤: يلاحظ النمو الضعيف في ن١ والنمو القوي لكل من ن٢ و ن٣ منذ عام ١٩٩٩م، ويأتي ذلك نتيجة الهبوط الشديد للأسهم في تلك الفترة.

متابعة البنك المركزي Federal Reserve System

يعرف البنك المركزي في الولايات المتحدة الأمريكية بمسمى الـ Fed، اختصاراً للاسم (Federal Reserve System)، مجلس الاحتياطي الفدرالي، والذي يقوم برسم السياسة النقدية في البلاد وتطبيقها (وليس السياسة المالية، كون ذلك من اختصاص مجلسي النواب والشيوخ ورئيس البلاد). ويسمع المستثمر كثيراً عن البنك المركزي من خلال نشرات الأخبار الاقتصادية ويرى التأثيرات المثيرة لتصريحات السيد آلن غرينسبان[٣] (Allan Greenspan)، محافظ البنك المركزي. وقد لا يدرك بعض المستثمرين دور هذا البنك في الاقتصاد ومدى أهمية رفع سعر الخصم (Discount Rate) وخفضه، وسعر التمويل الفدرالي (Fed Funds Rate)، وعمليات السوق المفتوح التي يقوم بها البنك المركزي (Open Market Operations) بين الحين والآخر للسيطرة على العرض النقدي في البلاد.



السيد آلن غرينسبان
محافظ مجلس الاحتيّاط الفدرالي

[3] تم في نهاية يناير ٢٠٠٦م تعيين بن برنانكي Ben Bernanke لمنصب المحافظ بدلاً من غرينسبان الذي أمضى حوالي ١٩ عاماً في هذا المنصب.

أنشئ البنك المركزي في عام ١٩١٣م بقرار من مجلس النواب، وبدأ يمارس عمله منذ ذلك الوقت عن طريق اثني عشر بنكاً فدرالياً منتشرة في الولايات المتحدة، أهمها بنك نيويورك الذي يعتبر الذراع التشغيلي للبنك المركزي. بالإضافة إلى مهامه الخاصة بدوره كبنك مركزي والتي تشمل عمله كبنك للحكومة، حيث تودع فيه عوائد الضرائب والعمليات الاستثمارية الحكومية، إلى جانب صرف الشيكات الحكومية وإيداعها، وإعادة دوران النقود الورقية والمعدنية، فإن البنك المركزي يقوم بالتحكم بالمستوى النقدي في البلاد. معنى ذلك أن البنك المركزي يستطيع أن يرفع من قدرة البنوك على الإقراض وبالتالي زيادة كمية النقد في البلاد، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة في التوسع الاقتصادي. وعلى العكس من ذلك، يستطيع البنك المركزي أن يخفِّض من قدرة البنوك على الإقراض وبالتالي خفض كمية النقد في البلاد والحد من التوسع الاقتصادي الذي قد يؤدي إلى تضخم الأسعار (Inflation).

التحكم بالحركة الاقتصادية من قبل البنك المركزي

ينتهج البنك المركزي في سبيل التحكم بالحركة الاقتصادية في البلاد عدة طرق رئيسية، جميعها تتعلق بعرض النقود في البلاد، ويجب على المستثمر الجاد معرفة طبيعة هذه الطرق ليستطيع تفسير ما يقوم به البنك المركزي بين الحين والآخر، وبالتالي يستطيع اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة.

احتياطي البنوك Reserve Requirement

يكتسب البنك المركزي صفة "الاحتياطي"، حيث يطلق عليه المجلس الاحتياطي الفدرالي، نتيجة قيام البنوك بإيداع الاحتياطيات النقدية لديه، حيث إنها مجبرة نظاماً على إيداع نسبة معينة مما لديها من أموال المودعين بشكل نقدي لدى البنك المركزي (أو أحد فروعه). والهدف من ترك هذه المبالغ بصورة نقدية لا تُدر أي فائدة للبنك هو للتأكد من بقاء السيولة اللازمة لدى البنك من أجل الوفاء بمتطلبات العملاء النقدية، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فإن وجود هذه الاحتياطيات يعود للدور "الحقيقي" الذي تلعبه البنوك في النهضة الاقتصادية لأي بلد كان، وتأثير تلك الاحتياطيات على ذلك.

ما الدور الذي تلعبه البنوك في الحركة الاقتصادية؟

تلعب البنوك دوراً رئيسياً في عملية تكاثر النقود، أي أنها في الواقع تقوم "بخلق" النقود بحكم قدرتها على الحصول على ما لدى الزبائن من مبالغ نقدية، ومن ثم القيام بإقراض هذه المبالغ للآخرين. بشكل أوضح، إن البنوك ككل لديها المقدرة (متى شاءت) أن تقوم بإقراض مبالغ تفوق الكميات النقدية المتوفرة لديها، مما يرفع من المستوى النقدي في البلاد، وهذا بلا شك يؤدي إلى تأثيرات اقتصادية بالغة الأهمية.

ملاحظة

كمثال لأحد أوجه خلق النقود من قبل البنوك فكر قليلاً في كيف أنك عندما تشتري سيارة وتدفع للبائع شيكاً بقيمة السيارة، ويقوم هو بدوره بإيداع الشيك لدى البنك، وعندما يحتاج هو بدوره لشراء شيء ما فإنه يقوم بكتابة شيك للبائع، الذي يقوم هو الآخر بكتابة شيك لبائع آخر، وهكذا. وفي نهاية الأمر تجد أن الذي يتم هو أن مئات الآلاف من الشيكات تكتب يومياً من غير أن تكون هناك حركة للأرصدة النقدية. هذه واحدة من أوجه خلق النقود التي تقوم بها البنوك، والتي يمارس عليها البنك المركزي سلطته للحد من ارتفاع عرض النقود بشكل غير جيد.

ونستطيع أن نقول إنه إذا كانت نسبة الاحتياطي الإلزامي ١٠٪ من حجم الودائع، فإن بالإمكان خلق عرض للنقود يصل إلى ١٠ أضعاف حجم هذه الودائع. كيف يمكن ذلك؟ تصور لو أن بنكاً حصل على ودائع بقيمة ١٠٠ مليون دولار، وقام بالاحتفاظ بـ ١٠ ملايين دولار (١٠٪ من الودائع) كاحتياطي إلزامي، وقام بإقراض ٩٠ مليون دولار لأفراد وشركات. ثم قام هؤلاء الأفراد والشركات بإيداع المبالغ التي تم الحصول عليها في بنك ثانٍ، والذي قام بدوره بإقراض ٨١ مليون دولار من تلك الودائع البالغة ٩٠ مليون دولار، بعد أن احتفظ بـ ٩ ملايين دولار منها كاحتياطي إلزامي. وهكذا من بنك لآخر إلى أن تصل الودائع في أقصى الحالات إلى ١٠ أضعاف الوديعة الأصلية. وأهم طريقة للسيطرة على مقدار الحركة النقدية هذه تتم عن طريق السيطرة على مقدار الاحتياطيات الواجب الاحتفاظ بها. فكلما قلّت نسبة الاحتياطي النظامي المفروضة على البنوك، زادت كمية النقود الممكن إقراضها للأفراد والشركات، وزاد عرض النقود في البلاد، الأمر الذي يمكن أن يسهم في اطراد النهضة الاقتصادية. وكلما زادت نسبة الاحتياطي النظامي، نقصت كمية النقود المكن إقراضها للأفراد والشركات، وبالتالي نقص عرض النقود في البلاد، مما يجعل البنوك قادرة على مساعدة الدولة في كبح جماح أي حركة اقتصادية غير طبيعية.

ويقوم البنك المركزي بتحديد هذه النسبة حسب ما يراه مناسباً للوضع الاقتصادي في البلاد. إلا أن من النادر أن يلجأ البنك المركزي إلى تغيير نسبة الاحتياطي النظامي لدى البنوك، لأن أي تغيير في هذه النسبة له تأثير كبير على كل بنك بغض النظر عن الحالة الاقتصادية للمنطقة التي يعمل فيها البنك. لذا فإن البنك المركزي عادة يلجأ إلى الطرق الأخرى المذكورة أدناه عندما يريد أن يتحكم بعرض النقود بشكل أقل حدة. وتبقى عملية تغيير نسبة الاحتياطي النظامي من أهم المؤشرات للمستثمر متى ما حصلت: فإن رُفعت هذه النسبة دل على رغبة البنك المركزي بالحد من التوسع الاقتصادي، وهذا يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم، والعكس صحيح.

سعر الخصم Discount Rate

سعر الخصم هو عبارة عن تكلفة الفائدة التي تقوم البنوك بدفعها للبنك المركزي متى ما أرادت أن تقترض منه مبلغاً من المال. متى تقوم البنوك بالاقتراض من البنك المركزي؟ وهل اقراض البنوك من مهام البنك المركزي؟ في الواقع إن البنوك تلجأ للاقتراض من البنك المركزي فقط في حالات الطوارئ والتي عادة تأتي بسبب قيام البنك باقراض مبالغ تتجاوز المسموح به نظاماً، أو لحاجته لبعض المال بسبب ارتفاع موسمي في الطلب، أو غير ذلك من الأسباب التي تجعل البنك يضطر لتعديل وضعه المالي، فيقوم بالاقتراض من نافذة التخفيض (Discount Window) لدى البنك المركزي. وبذلك يتوجب عليه دفع معدل الفائدة الرسمي الخاص بالبنوك، وهو ما يعرف بسعر الخصم. ولا يسمح للبنوك بالحصول على تمويل من البنك المركزي بسعر الخصم ومن ثم اقراض العملاء من هذه الأموال، لأنها فقط لحالات الطوارئ.

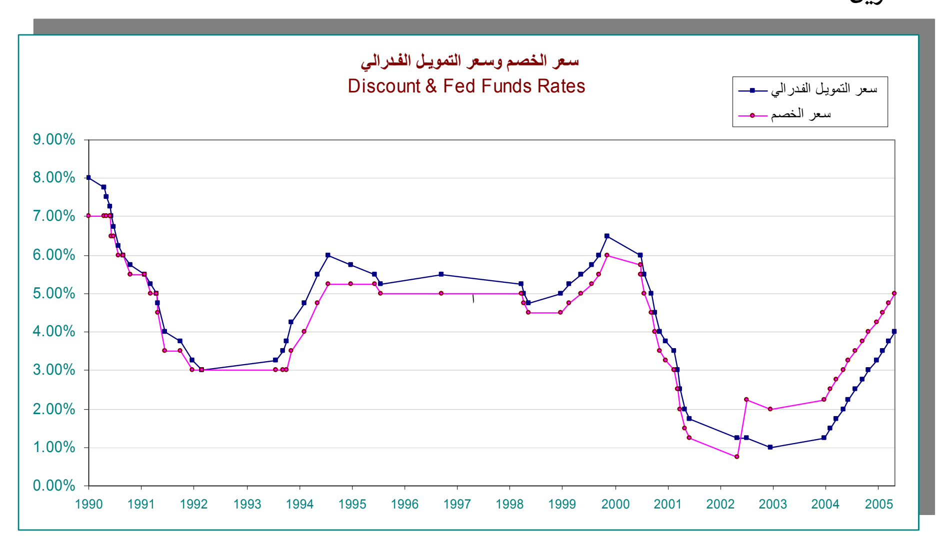
إلا أنه يجب الانتباه إلى أن سعر الخصم بحد ذاته ليس هو الشيء المهم حينما نسمع عن خفض معدل الفائدة، ذلك لأن البنك المركزي في الواقع لا يشجع البنوك على الاقتراض بهذا السعر، كون هذا السعر وجد لحالات الطواريء فقط. إنما يعامل هذا السعر من قبل جميع الأطراف على أنه السعر الذي يحدد معدل الفائدة في البلاد، وعن طريقه تتغير معدلات الفائدة التي تفرضها البنوك على زبائنها.

وابتداءً من عام ٢٠٠٣م بدأ البنك المركزي بالسماح للبنوك بالاقتراض لمدد أطول نسبياً من خلال نافذة التخفيض، إلا أنه قام برفع سعر الخصم ليصل إلى حوالي ١% (أو ١٠٠ نقطة أساس) أعلى من سعر التمويل الفدرالي، الذي نتطرق له فيما يلي.

سعر التمويل الفدرالي Fed Funds Rate

عندما تخالف البنوك نسبة الاحتياطي النظامي أو عندما تكون بحاجة إلى مبالغ نقدية عاجلة، فقد تلجأ إلى الاقتراض بسعر التمويل الفدرالي، والذي يتحكم بسعره بطريقة غير مباشرة البنك المركزي، الذي يكتفي بتحديد السعر المستهدف ويترك للبنوك التجارية وحركة السوق تحديد السعر الفعلي. وكان سعر التمويل الفدرالي دائماً أعلى من سعر الخصم حتى أول عام ٢٠٠٣م عندما رُفع سعر الخصم ليكون حوالي ١% أعلى من سعر التمويل الفدرالي. ولا يتم التمويل الفدرالي في الواقع عن طريق البنك المركزي نفسه، بل إنه يتم عن طريق الحسابات النقدية الخاصة بالبنوك لدى البنك المركزي، بمعنى أن البنك المركزي يأخذ من احتياطي بنك ويقرضها لبنك آخر! إذاً نجد أن سعر التمويل الفدرالي هو السعر الفعلي الذي تدفعه البنوك لبعضها البعض عند الاقتراض، وهو السعر الذي يؤثر في نهاية الأمر على الحركة الاقتصادية. ويبقى سعر الخصم

مجرد مؤشر لاتجاه معدلات الفائدة في البلاد. انظر الشكل ١١-٥ لإلقاء الضوء على حركة هذين السعرين.



الشكل ١١-٥: قيمة سعري الخصم والتمويل الفدرالي منذ عام ١٩٩٠م وحتى نهاية عام ٢٠٠٥م، ولهما أهمية كبيرة في تحديد نسبة الفائدة السائدة في البلاد. (لاحظ تغير العلاقة بين السعرين منذ ٢٠٠٣م).

عمليات السوق المفتوحة Open Market Operations

هناك طريقة أخرى يقوم بها البنك المركزي للتحكم في كمية النقد في البلاد، وهي مهمة للمستثمر أن يعرفها، كونها لا تقل أهمية عن الطرق الأخرى. تأتي هذه الطريقة من ضمن عمليات السوق المفتوحة، وهي بكل بساطة طريقة يقوم فيها البنك المركزي ببيع سندات حكومية أو شرائها من أجل رفع كمية عرض النقود (في حالة شرائه للسندات)، أو من أجل خفض كمية عرض النقود (في حالة بيعه للسندات) في البلاد. وباختصار نقول إنه عندما يريد البنك المركزي أن يزيد من مقدار عرض النقود، فهو بحاجة إلى رفع كمية النقد في البنوك، فيقوم بشراء السندات الحكومية المختلفة من سماسرة السندات، ويقوم بدفع شيكات لهؤلاء السماسرة مقابل السندات التي تم شراؤها. وعندما يقوم السماسرة بإيداع هذه الشيكات في بنوكهم تحصل بنوكهم على قيمة الشيكات من البنك المركزي، الأمر الذي يؤدي إلى رفع السيولة النقدية لديها. لاحظ أن الشيكات التي يدفعها البنك المركزي تكون مسحوبة على البنك المركزي نفسه، وليست شيكات مسحوبة على بنوك تجارية (وإلا لما ارتفع عرض النقود في البلاد).

وإذا أراد البنك المركزي خفض الكمية النقدية فإنه يقوم ببيع ما لديه من سندات حكومية في المزاد المخصص لذلك، وتكون النتيجة أن سماسرة السندات يقومون بشراء هذه السندات ودفع قيمتها من

حساباتهم لدى البنوك التجارية، وبالتالي ينخفض المستوى النقدي لدى البنوك. وبمتابعة مثل هذه التطورات يستطيع المستثمر معرفة التوجه العام لمعدلات الفائدة ونوع الاشارات التي يطلقها البنك المركزي للسوق.

نسبة الاقتراض Margin Rate

آخر الطرق التي يمارسها البنك المركزي للتأثير على السيولة النقدية في البلاد هي تحديد نسبة الاقتراض في المنشآت التجارية، كنسبة الاقتراض في حساب الهامش لدى وسطاء الأسهم. ذكرنا فيما سبق أن المستثمر في الأسهم يستطيع أن يقترض من الوسيط نصف المبلغ المطلوب لشراء الأسهم (أو ضعف رأس ماله)، وإن عملية الاقتراض هذه من شأنها أن تحقق عوائد مالية جيدة للمستثمر في حالة توجه الأسهم حسب ما يتوقع، وإنها كذلك تتسبب في خسائر كبيرة في حالة عدم صحة التوقعات التي تم الاقتراض بناءً عليها.

فعندما يخشى البنك المركزي على الحالة الاقتصادية من التوسع السريع، وبالتالي ارتفاع الأسهم بشكل غير طبيعي، فإنه يقوم بخفض نسبة الاقتراض، فيحد من كمية المبالغ التي يمكن للمستثمرين اقتراضها، وبالتالي يحد من التوسع في الاستثمار في الأسهم. وعندما تقل كمية الأموال المتاحة للمستثمرين فإن ذلك يحد من نمو الشركات التي تعتمد على الأسواق المالية عند رفع رؤوس أموالها، وتنخفض أسعار الأسهم تبعاً لذلك، وتقل حدة المضاربات فيها. وفي المقابل، عندما يريد البنك المركزي للاقتصاد أن يواصل التوسع والازدهار فإنه يقوم برفع نسبة الاقتراض، وبذلك يستطيع المستثمرون الحصول على المبالغ المالية للدخول في عمليات استثمارية جديدة.

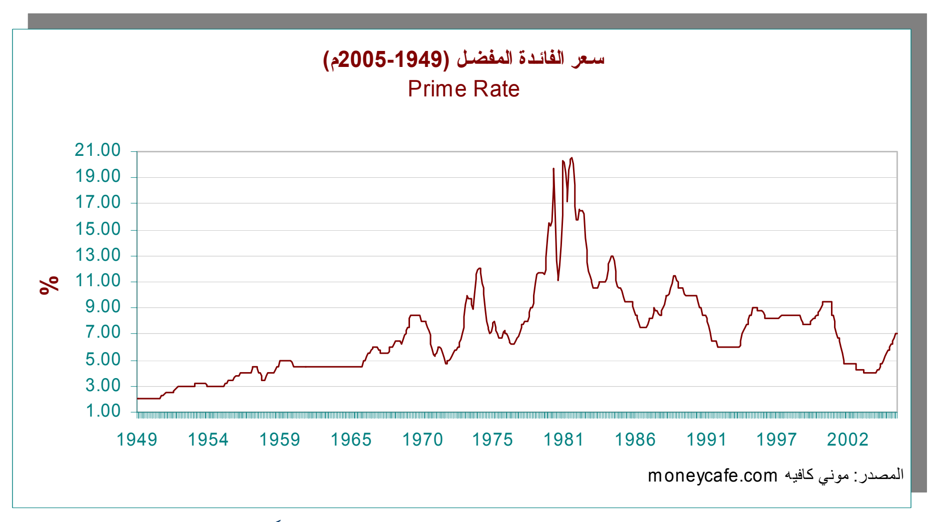
من ذلك تتضح السلطة المطلقة التي يتمتع بها البنك المركزي والتي عن طريقها يستطيع دفع الحركة الاقتصادية أو الحد منها. وهنا نؤكد مرة أخرى على ضرورة متابعة تحركات البنك المركزي والاستفادة مما ينتج عنها من دلائل وتأثيرات على حركة الأسهم.

معدل الفائدة المفضل Prime Rate

تقوم البنوك التجارية بأخذ سعر الخصم وسعر التمويل الفدرالي بالاعتبار عندما تقوم بتحديد معدل الفائدة الذي تفرضه على عملائها. ويعتبر معدل الفائدة المفضل (Prime Rate) السعر الذي يحصل عليه أفضل العملاء من قبل البنوك التجارية، ويكون أعلى من سعري الخصم والتمويل الفدرالي، وأقل مما يحصل عليه عامة الناس. إلا أن الشركات القوية عادة تحصل على سعر أفضل من هذا السعر، انظر الشكل ١١-٦. كما أن هناك سعر لايبور[٤] (LIBOR) الشهير الذي يعمل به

[4] London Inter-Bank Offered Rate

بين البنوك في لندن وهو بذلك شبيه بسعر التمويل الفدرالي، إلا أنه يؤخذ أحياناً كمقياس لأفضل معدلات الفائدة.



الشكل ١١-٦: التذبذب الكبير في معدل الفائدة المفضل خلال الخمسين عاماً الماضية.

مؤشر أسعار المستهلكين Consumers Price Index (CPI)

يعتبر مؤشر أسعار المستهلكين، والذي يعرف كذلك بمؤشر تكلفة المعيشة، من أهم المؤشرات التي تعين في معرفة اتجاه معدلات الفائدة، وذلك بسبب قدرة المؤشر على تحديد اتجاه التضخم. يحسب هذا المؤشر بمقارنة أسعار سلة معينة من المواد الاستهلاكية بالأسعار السائدة في عام الأساس (Base Year). ومن عناصر هذه السلة نجد المواد الاستهلاكية التالية ونسبتها في السلة في أحد الأعوام:

١. **الإسكان**، ٤٢٪.
٢. **المواد الغذائية**، ١٨٪.
٣. **المواصلات**، ١٧٪.
٤. **الرعاية الصحية**، ٦٪.
٥. **الملبس**، ٦٪.
٦. **الترفيه**، ٤٪.
٧. **أشياء أخرى**، ٧٪.

عندما يرتفع مؤشر أسعار المستهلكين، فذلك يدل على أن هناك بوادر تضخم في الأسعار تلوح في الأفق، مما قد يحدو بالبنك المركزي لرفع معدل الفائدة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع العوائد المتحققة عن طريق السندات وغيرها من أوراق الدَين مما يجعلها أكثر جاذبية للمستثمر، وبالتالي يؤدي إلى هبوط أسعار الأسهم بسبب هروب الأموال إلى السندات. ويركز المحللون غالباً على قيمة المؤشر الرئيسية (Core CPI)، والتي يستثنى منها أسعار المواد الغذائية وأسعار الوقود التي غالباً تتذبذب بشكل كبير.

مؤشر أسعار المنتجين Producers Price Index (PPI)

تكمن فائدة مؤشر أسعار المنتجين في أنه يتنبأ باحتمال حدوث تضخم في الأسعار، كما هو الحال مع مؤشر أسعار المستهلكين، ولكنه يختلف في كونه لا يشمل أسعار الخدمات، ويركز على المنتجات الكبيرة وأسعار الجملة. كما أنه ينظر إلى أسعار المنتجات بشكل عام، من المواد الخام، والمواد شبه الجاهزة، والمنتجات النهائية، ويعتبر مؤشراً هاماً وسباقاً وذلك لأن ارتفاع الأسعار يتبين أولاً لدى المنتجين وتجار الجملة قبل أي يصل إلى الأسواق.

مقياس نسبة البيع المُسبق Short Interest Ratio

يستطيع الشخص بواسطة مقياس نسبة البيع المُسبق معرفة مقدار الأسهم التي تم بيعها بشكل مُسبق (راجع صفحة ١٠١ لمعرفة طبيعة البيع المُسبق). فإذا كانت قيمة المقياس ١,٠٠ لشركة ما فيدل ذلك على أن عدد الأسهم المباعة مُسبقاً يساوي معدل عدد الأسهم المتداولة يومياً. وإذا كان مقياس نسبة البيع المُسبق للشركة يساوي ٠,٥٠ وكان معدل تداول الأسهم اليومي يساوي مليون سهم، فنستنتج من ذلك أن عدد الأسهم التي تم بيعها بشكل مُسبق ولم تسترد بعد يساوي حوالي ٥٠٠ ألف سهم.

ما أهمية هذا المقياس؟ يبدو من الوهلة الأولى أنه إذا كان هناك عدد كبير من أسهم الشركة مباعة مُسبقاً فهذا دليل على أن هناك الكثير من المتشائمين من وضع الشركة ممن يتوقع هبوط السهم. ولكن الواقع عكس ذلك تماماً! فلقد أثبتت التجارب العديدة في هذا الخصوص بأنه كلما كانت نسبة البيع المُسبق عالية جداً فإن السهم يبدأ بالارتفاع بعد ذلك بفترة قصيرة. أي عندما تكون النسبة عالية (أعلى من ٢ مثلاً) فهي في غالب الأحيان دليل على كثرة المتشائمين، وحيث إن الأغلبية في أسواق الأسهم على خطأ، فمن المتوقع أن يكون قرار هؤلاء البائعين على خطأ، ومن ثم قد يكون هذا بداية الوقت الذي يبدؤون عنده بالشراء لتغطية بيعهم المُسبق.

يعرف مثل هذا التوجه بنظرية الاتجاه المخالف (Contrarian Theory)، والتي تقول إن من الأفضل مخالفة الاتجاه العام المنتهج من قبل الناس، حيث إنه في معظم الأحيان عندما يكون الشيء

واضحاً للجميع (كأن يقوم عدد كبير من الناس بأداء الشيء ذاته) فذلك حتماً يقود إلى انعكاس الاتجاه، نظراً لرغبة المحترفين مخالفة الأكثرية، أو لأن الأمر المراد قد تحقق ولم يبق إلا عودة الشيء لوضعه الطبيعي.

ملاحظة

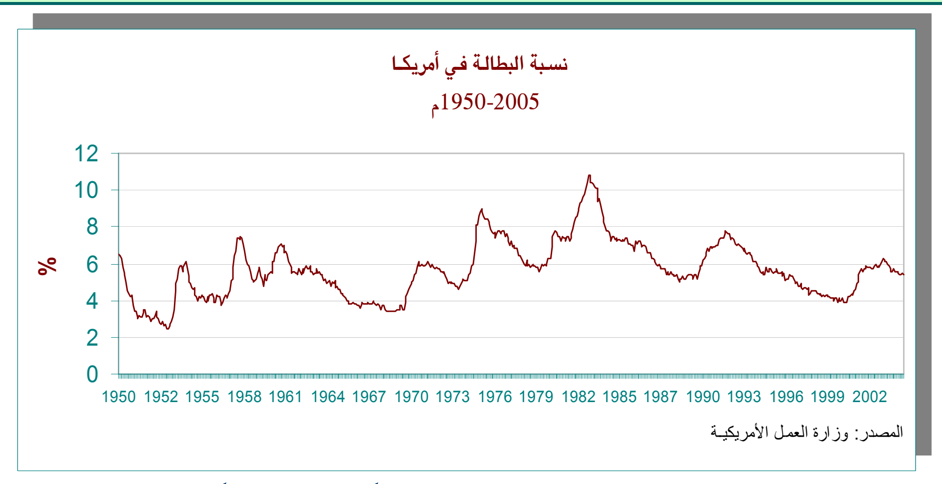
ربما أن أفضل طريقة للاستفادة من هذا المقياس تتم بالحصول على قيمته لفترات مختلفة، ومقارنة اتجاهه من فترة لأخرى. فإذا كانت قيمة المقياس بتصاعد وزادت عن ٢,٠٠ فقد يكون من المناسب شراء السهم في ذلك الوقت. مرة أخرى نؤكد كما أكدنا مراراً فيما سبق أنه لا توجد طريقة معروفة وثابتة يمكن للمستثمر أن يتبعها ويحقق عن طريقها أرباحاً مستمرة وبشكل مضمون. كل ما هنالك أن هناك طرقاً عديدة ومداخل كثيرة يستطيع المستثمر مع الخبرة والوقت اكتشاف عدد كبير منها ويستطيع أن يتصرف بها بالشكل الذي يحقق له النجاح.

يمكن الحصول على هذا المقياس من موقع [ياهو] (راجع الصفحة ٣١٧) أو من خلال الموقع التالي الذي ينشر آخر الأرقام بشكل رسمي ويعلنها في وقت محدد من كل شهر:

http://www.nasdaqtrader.com/asp/short_interest.asp

مؤشرات اقتصادية أخرى

هناك دلائل أخرى لمعرفة الحالة الاقتصادية، نذكر منها قيمة العقود التي تم التوصل إليها بين المؤسسات المختلفة لإنشاء المباني والمصانع والأجهزة، أو ما يعرف بالإنفاق الرأسمالي (Capital Expenditure) وهذه تعطي دلالة على التوسع الاقتصادي ونمو الشركات. كذلك هناك حجم المشتريات الخاصة بالأفراد، ومبيعات أسواق التجزئة، ونسبة البطالة وتغيرها من شهر لآخر، ومقياس إنتاجية العامل، وعدد تراخيص بناء المنازل الصادرة من شهر لآخر. وغني عن القول بأن هناك مؤشرات عديدة لا يمكن حصرها على الإطلاق، بل إن باستطاعتك كشخص عادي أن تنشئ مؤشراً خاصاً بك! على سبيل المثال عدد السيارات الجديدة في الحي الذي تسكنه، قد يكون دليلاً على نمو الحركة الاقتصادية من عدمه. ومن المهم جداً متابعة المؤشرات الخاصة بالقطاع أو الصناعة التي ترغب الاستثمار فيها. فإذا كنت تود الاستثمار في صناعة أشباه الموصلات (Semi-Conductors) فمن المهم معرفة آخر الأرقام الخاصة بمبيعات ذاكرة الكمبيوتر (Computer Memory) وتلك التي تخص نسبة نمو مبيعات الحاسبات الشخصية، وهكذا. وتجد أن معظم القطاعات تقوم بإصدار عدد طلبات الشراء التي لم يتم تنفيذها بعد (Unfilled Orders) لدى المصانع، ومنها تستطيع معرفة ما إذا كانت نسبة الطلب على المنتج بازدياد أم بنقصان. وجميع هذه المؤشرات تنشر باستمرار من قبل جهات مختلفة وفي أماكن مختلفة، وتجد معظمها متوفراً بشكل مجاني على الإنترنت.



الشكل ١١-٧: انخفاض نسبة البطالة في الولايات المتحدة خصوصاً في العشرين عاماً الماضية.

قراءة مؤشرات السوق

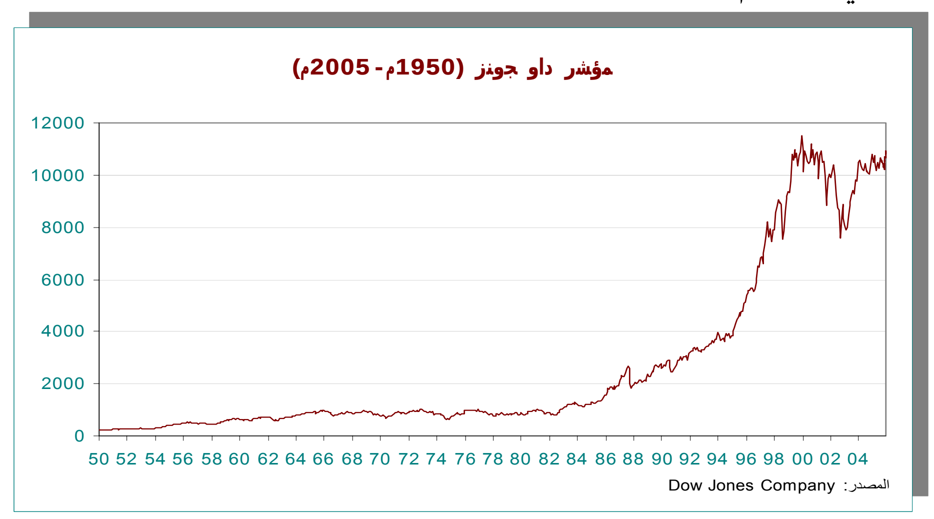
هناك العديد من المؤشرات المستخدمة في سوق الأسهم والتي تفيد في إيجاد طريقة مختصرة لمعرفة حالة السوق، أو حالة نوع معين من الشركات. فلو أنك سألت شخصاً عن وضع السوق في يوم ما، قد يكون جوابه بأن السوق كان رائعاً في ذلك اليوم، ربما لأن الأسهم التي يملكها أو تلك التي يتابعها ارتفعت أسعارها في ذلك اليوم. ولكن قد لا يكون الحال كذلك مع بقية الأسهم. وماذا لو أردت معرفة أداء شركات البترول خلال الأسبوع الماضي، فهل تنظر فقط إلى أداء واحدة من هذه الشركات، أم تقوم بجرد كل شركات البترول وتحاول أن تعرف كيف كان أداؤها جميعاً؟

إذاً فإن الطريقة المناسبة هي إيجاد مؤشر معين ليرمز لأداء مجموعة معينة من الشركات. فهناك مؤشر يختص بالشركات التكنولوجية الصغيرة، وآخر يختص بجميع الشركات المسجلة في [نازداك]، وهناك مؤشر لأفضل ٥٠٠ شركة أمريكية، وهكذا. فيما يلي نستعرض أشهر المؤشرات المستعملة في الأسواق الأمريكية.

مؤشر [داو جونز] Dow Jones Industrials Average

يعتبر مؤشر [داو جونز] الصناعي من أهم المؤشرات في العالم وأشهرها، ويعد الممثل الرئيسي للأسهم الأمريكية. يتم احتساب هذا المؤشر، الذي انطلق في عام ١٨٩٦م، بجمع أسعار الثلاثين شركة التي يضمها المؤشر (الجدول ١١-٢، الصفحة ٢١٥ وكذلك الشكل ١١-٨) وقسمتها على ٣٠، عدد الشركات. ولكن نظراً لتغير الشركات المكونة لمؤشر [داو جونز] على مدى السنين، حيث لم

يتبقى من الشركات الأصلية عدا شركة جنرال إلكتريك (General Electric)، ونظراً لتغير أسعار هذه الشركات مع مضي الوقت بسبب تجزئة الأسهم (Splits) وغيرها من الأحداث، فإن المؤشر يُحسب الآن بقسمة مجموع الأسعار على رقم خاص يطلق عليه الرقم القاسم (Divisor)، والذي تساوي قيمته في السنوات الأخيرة حوالي ٠,٢٠. على سبيل المثال، نستطيع أن نقرب عملية احتساب قيمة مؤشر [داو جونز] بتقدير متوسط سعر سهم شركات [داو جونز] بحوالي ٧٠ دولاراً، ومن ثم ضرب ذلك في ٣٠ شركة، لنحصل على المجموع ٢١٠٠. وعند قسمة ٢١٠٠ على الرقم القاسم (٠,٢٠) نحصل على ١٠٥٠٠ والذي يقارب قيمة [داو جونز] في عام ٢٠٠٠م. لذا نلاحظ أن المشكلة في طريقة حسابه هو أن الشركة ذات السعر المرتفع تؤثر على قيمة المؤشر أكثر من الشركة ذات السعر المتدني، بغض النظر عن القيمة السوقية الإجمالية للشركة، ويعتبر هذا خللاً كبيراً في تصميم المؤشر، علاوة على كون عدد الشركات قليل جداً. ولكن بالرغم من ذلك لا يزال مؤشر [داو جونز] يتمتع بشعبية عالية ويُعتمد عليه في تقدير وضع سوق الأسهم والاقتصاد الأمريكي بشكل عام.



الشكل ١١-٨: مؤشر [داو جونز] منذ عام ١٩٥٠م حتى ٢٠٠٥/١٢م، وهو أهم مؤشر للأسواق الأمريكية.

مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] S&P 500

يعتبر هذا المؤشر من المؤشرات التي تحظى بمتابعة كبيرة من قبل المحترفين ومديري المحافظ، ذلك لكونه يمثل سوق الأسهم بشكل أشمل من مؤشر [داو جونز]، فهو يغطي ٥٠٠ شركة من أكبر الشركات الأمريكية، والتي يتم اختيارها من عدد من القطاعات من قبل الشركة الراعية لهذا المؤشر (Standard and Poors Corporation)، الشكل ١١-٩. ونظراً لاختلاف طريقة الحساب

المتبعة فيه عن مؤشر [داو جونز] وكثرة عدد الشركات وتنوعها، فيرى الكثير من المحترفين أنه يعطي دلالة أكثر وضوحاً عن طبيعة السوق.

الجدول ١١-٢: الشركات المكونة لمؤشر [داو جونز] الصناعي، كما في ديسمبر ٢٠٠٤م.

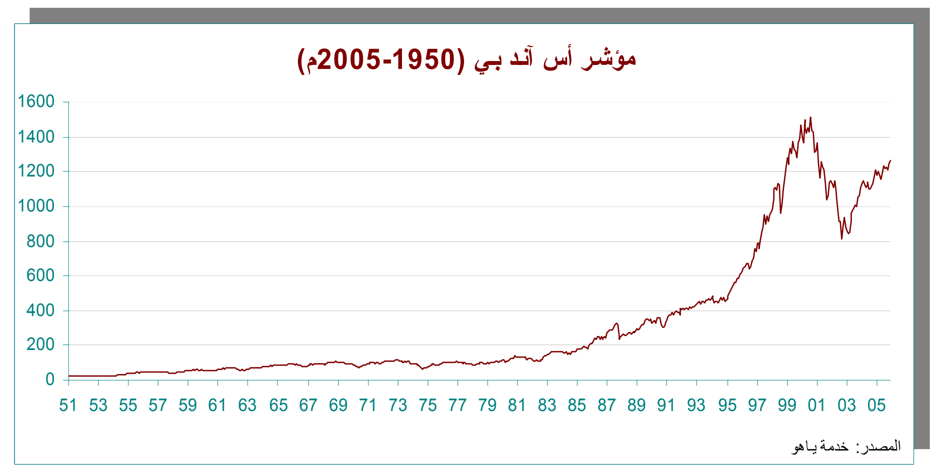
	اسم الشركة	المجال الصناعي	الرمز
١	Alcoa	Mining Non Ferrous	AA
٢	American Int'l Group	Financial Services	AIG
٣	American Express	Financial Services	AXP
٤	Altria Group Inc	Tobacco	MO
٥	Boeing	Aerospace	BA
٦	Caterpillar	Machinery Const.	CAT
٧	Citigroup Inc.	Financial Services	C
٨	Coca-Cola	Beverages Soft	KO
٩	Du Pont	Chemical	DD
١٠	Exxon	Oil International	XOM
١١	General Electric	Diversified	GE
١٢	General Motors	Auto Domestic	GM
١٣	Hewlett-Packard	Computer Mini	HWP
١٤	Home Depot	Building and Construction Retail	HD
١٥	Honeywell	Industry: Conglomerates	HON
١٦	IBM	Computer Mainframe	IBM
١٧	Intel	Electrical Components - Semiconductors	INTC
١٨	Johnson & Johnson	Medical Supplies	JNJ
١٩	Microsoft	Computer Software	MSFT
٢٠	McDonald's	Retail Restaurant	MCD
٢١	Merck	Drugs	MRK
٢٢	Minnesota Mining	Diversified	MMM
٢٣	J.P. Morgan Chase	Bank	JPM
٢٤	Pfizer Inc	Drug	Pfe
٢٥	Philip Morris	Tobacco	MO
٢٦	Procter & Gamble	Soap & Cleaning	PG
٢٧	SBC Communications	Utilities Telephone	SBC
٢٨	United Technologies	Diversified	UTX
٢٩	Wal-Mart Stores	Retail - Discount	WMT
٣٠	Walt Disney Co	Media Conglomerates	DIS

المصدر: Dow Jones & Company

تحسب قيمة مؤشر [أس آند بي] بطريقة حسابية تأخذ بالاعتبار القيمة السوقية (Market Capitalization) للشركة، وليس فقط سعر السهم كما هو الحال في مؤشر [داو جونز]. فيتم

احتساب المؤشر بأخذ سعر سهم كل شركة مشمولة بالمؤشر وضربه بعدد الأسهم المصدرة (Outstanding Shares). وقد تكون هذه الطريقة الصحيحة لحساب أي مؤشر ذلك لأنه من غير المعقول أن تتغير قيمة المؤشر بشكل كبير عندما يرتفع سهم شركة صغيرة لعدة نقاط، كما يحصل في مؤشر [داو جونز].

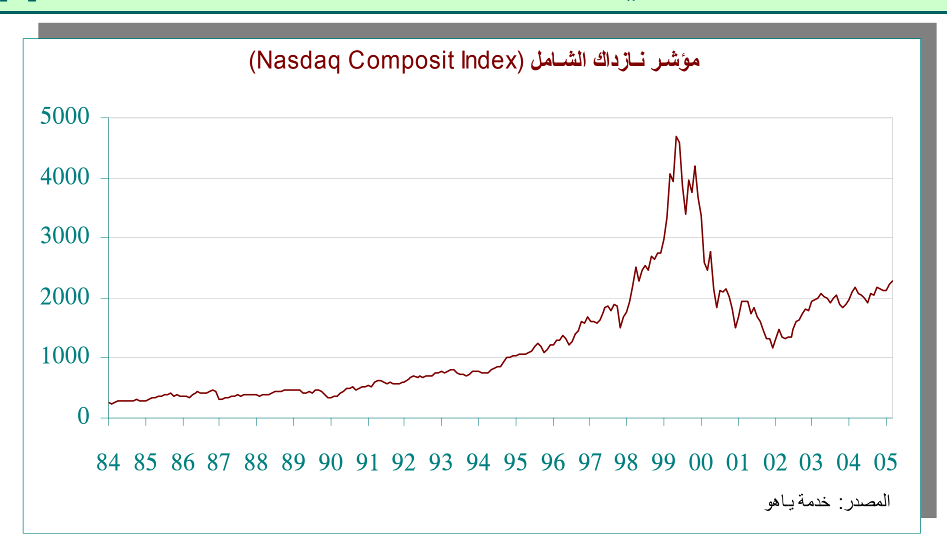
نسمع كثيراً عند مقارنة أداء المحافظ والصناديق الاستثمارية بأداء مؤشر [أس آند بي]. فإن كان أداء محفظة خلال فترة معينة أعلى من أداء مؤشر [أس آند بي] كان ذلك دليلاً على قوة أداء هذه المحفظة وحسن إدارتها، حيث يتم تقييم أداء المحترفين وغيرهم حسب تفوقهم على هذا المؤشر. فكم هو العائد لمؤشر [أس آند بي] الذي يصعب على المحترفين تحقيقه؟ هل هو ٥٠% سنوياً، أم ٦٠% أم أكثر؟ كلا، إنه يتراوح فقط بين ٨-١٢% سنوياً.



الشكل ١١-٩: نمو مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] خلال خمسين عاماً، وهو أشمل مؤشر ويستخدم كمؤشر اقتصادي هام في جميع أنحاء العالم.

مؤشر [نازداك] الشامل Nasdaq Composite Index

مؤشر [نازداك] من المؤشرات التي تحظى بمتابعة جيدة من قبل مستثمري شركات [نازداك] بشكل خاص لكونه يغطي جميع الشركات المسجلة لدى [نازداك]، والتي يتجاوز عددها ٥٠٠٠ شركة، وجزء كبير منها يعتبر شركات ناشئة تختص بالتكنولوجيا والمنتجات الطبية. وهو من المؤشرات الوزنية التي تأخذ عدد أسهم الشركة بالحسبان، ويستخدم لمعرفة توجه الشركات التقنية.



الشكل ١١-١٠: قيمة مؤشر [نازداك] الشامل منذ إنشائه، ويتضح الصعود الحاد بين عامي ٩٨م و ٢٠٠٠م.

مؤشر ولشاير ٥٠٠٠ Wilshire 5000

تحسب قيمة هذا المؤشر الذي بُدء باحتسابه عام ١٩٧٤م بطريقة احتساب مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] نفسها، أي بأخذ عدد الأسهم بالاعتبار، ويختلف في كونه يغطي جميع الشركات الأمريكية، وليس فقط خمسة آلاف شركة كما يظهر في اسم المؤشر. لذا فقد يكون هو أفضل مؤشر لقياس أداء الأسواق الأمريكية بشكل عام.

مؤشر رسل ٢٠٠٠ Russel 2000

مؤشر رسل ٢٠٠٠ يختص بمتابعة أداء الشركات الصغيرة، تلك التي قيمتها السوقية أقل من بليون دولار، ويحسب المؤشر بطريقة ضرب السعر بعدد الأسهم.

مؤشرات القطاعات Sector Indexes

هناك عدد من المؤشرات الهامة المعنية بقطاعات معينة، كالقطاع المالي وقطاع شركات البيع بالتجزئة، وقطاع الكمبيوتر، وهكذا. ومتابعة هذه المؤشرات تعطي انطباعاً جيداً عن وضع القطاع المغطى، ومنها يكتشف المستثمر حركة أسهم القطاع مقارنة بغيره من القطاعات ويقرر شراء أسهم قطاع وبيع أسهم قطاع آخر. فإذا كانت مبيعات شركات التجزئة جيدة في أحد الفصول، فقد ينعكس ذلك على أداء مؤشر RLX المختص بهذا القطاع، ويقرر المستثمر شراء أسهم هذا القطاع.

الاستثمار في شركات التكنولوجيا الحيوية Biotech

يعتبر قطاع التكنولوجيا الحيوية (Bio Technology) من أشهر القطاعات في أسواق الأسهم، ويأتي من حيث الشهرة بين المستثمرين مباشرة بعد قطاع التكنولوجيا المتقدمة (High Technology)، لذا فمن الضروري الاطلاع على هذا القطاع وما له من مفاهيم ومصطلحات لكي يتمكن المستثمر من متابعة ما يستجد فيه من تطورات، وما يوجد فيه من شركات.

ما المقصود بالتكنولوجيا الحيوية؟ هي الاستفادة من التقدم العلمي في علوم الكيمياء الحيوية وعلم الأحياء (Biology)، خصوصاً بعد اكتشاف البنية الداخلية لمادة الـ DNA، وذلك لإيجاد حلول جديدة للعديد من المشاكل التي تواجه الإنسان كالأمراض بمختلف أشكالها وألوانها، وتحسين المنتجات الزراعية، والتحكم في حالة البيئة والمحافظة عليها، وما إلى ذلك. وتعرف الأدوية التي تنتج بواسطة التقنية الحيوية بالأدوية الحيوية (Biomedicine). إذاً نستطيع القول بأن التكنولوجيا الحيوية هي إجراء التجارب الإكلينيكية على العمليات البيولوجية المختلفة وإجراء الأبحاث الخاصة بالهندسة الوراثية للرقي بحياة الإنسان.

الترخيص لإنتاج الأدوية

لكي تتمكن شركة التكنولوجيا الحيوية من إنتاج وتسويق أي دواء فإنها تحتاج إلى الحصول على ترخيص من هيئة الغذاء والدواء (FDA)، وهي الهيئة الفدرالية المسئولة عن صحة الإنسان في الولايات المتحدة، والتي لا يمكن لأي دواء أن ينتج بدون إذن منها. لذا فإن أهم شيء يجب معرفته عند الاستثمار في أسهم التكنولوجيا الحيوية هو مدى إمكانية حصول الشركة على الترخيص اللازم، والذي يتطلب وقتاً طويلاً وجهداً كبيراً من الشركة، حيث يقدر متوسط عدد الأعوام منذ بداية الفكرة حتى نزول الدواء إلى الأسواق حوالي ٨ أعوام، حسب تقديرات هيئة الغذاء والدواء.

تبدأ فكرة إنتاج دواء معين في رأس عالم يختص في هذا المجال، ومن ثم تبدأ عملية إجراء التجارب في المعمل ولاحقاً على الإنسان، إلى أن تثبت فاعلية الدواء وعدم ضرره بالإنسان والبيئة. وتمر هذه العملية بعدة مراحل نقوم بإيجازها فيما يلي.

التجارب المخبرية

يستخدم العلماء عدة طرق لمعرفة مدى فاعلية أي مركب جديد قبل أن يتم اختباره على الإنسان، من ذلك إجراء التجارب على خلايا وأنسجة مستقلة وإجرائها على الحيوانات في المختبر. وهذه التجارب هي في الواقع ما تقوم به تلك الشركات المختصة بشكل يومي إلى أن يحالفها الحظ

باكتشاف شيء جديد أو على أقل تقدير حصولها على بوادر إيجابية تسمح لها بمواصلة البحث وتطبيقه على الإنسان.

عندما يسمع المستثمر عن شركة معينة أو يقوم بالبحث عنها عليه معرفة عدد الدراسات المخبرية المدرجة في خط الإنتاج لدى الشركة، المعروف بالـ Product Pipeline، حيث أن معظم الشركات تعمل على إنتاج عدة منتجات في نفس الوقت لزيادة احتمال حصولها على شيء جديد. ولا ننسى أن هذه الشركات تقع تحت ضغوط المستثمرين الذين ينفقون ملايين الدولارات في تكوينها، ويتوقعون حصولهم على عائد مجزٍ وسريع. ويحتاج المستثمر أن يقدر فائدة المنتج وحجم الشريحة التي قد تستفيد منه قبل الاقتناع بالشركة. على سبيل المثال، هناك أكثر من ١٠٠ مليون شخص يعاني من مرض السكر في العالم، لذا فإن الشركة التي تستطيع الحصول على علاج له سوف تجني بلا شك بلايين الدولارات في السنوات القادمة، وكذلك الحال في علاج مرض الإيدز، أو حتى الأنفلونزا. وتمتد فترة استفادة الشركة من الاكتشاف مدة طويلة لا تقل عن مدة براءة الاختراع الممنوحة للمنتج، والتي تصل إلى عشرين عاماً.

وعندما تكون الشركة على استعداد لمواصلة البحث، تقوم بطلب السماح من هيئة الغذاء والدواء للدخول في المرحلة الأولى من التجارب والتي تأخذ عدة سنوات قبل الانتقال إلى المرحلة الثانية، كما نستعرض فيما يلي[٥].

تجارب المرحلة الأولى Phase I Trials

يكون التركيز في المرحلة الأولى غالباً على سلامة المنتج على الإنسان، فتقوم الشركة بإجراء تجارب على عدد قليل من الأشخاص الأصحاء لاكتشاف كيفية تقبل جسم الإنسان للدواء وكيفية تخلص الجسم منه. عند سماع اجتياز دواء ما للمرحلة الأولى فهناك احتمال بنسبة ٣٠٪ أن ينجح الدواء في الوصول إلى الأسواق، وبلا شك إن وصول الدواء إلى الأسواق هو ما يعني المستثمر في نهاية المطاف.

تجارب المرحلة الثانية Phase II Trials

في تجارب المرحلة الثانية تقوم الشركة بإجراء بعض التجارب على عدد محدود ممن يعاني من المرض، غالباً ما بين ١٠٠ إلى ٣٠٠ شخص، ويتم من خلال ذلك تحديد الجرعة اللازمة وتحديد المدة اللازمة للعلاج. وعندما يجتاز الدواء المرحلة الثانية التي تستمر حوالي عامين، ترتفع نسبة نجاحه ووصوله إلى الأسواق إلى حوالي ٦٠ ٪.

[5] شرح هذه المراحل تم التصرف به من مقال لـ Zeke Ashton من Fool.com.

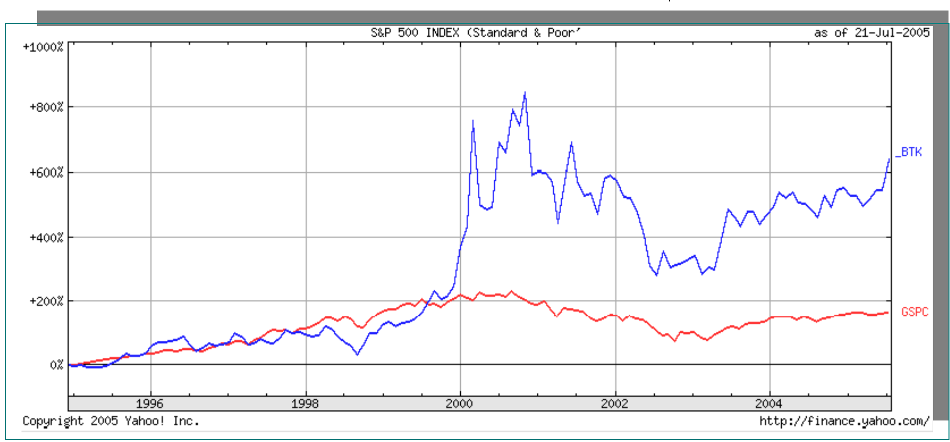
تجارب المرحلة الثالثة Phase III Trials

تعتبر المرحلة الثالثة الأهم في تقييم الدواء، وكثير من المستثمرين يقصر استثماره على الشركات التي قد اجتازت أدويتها المرحلة الثانية أو الثالثة، حيث يتم تقييم الدواء في هذه المرحلة بأساليب علمية مختلفة ويضاعف من عدد الأشخاص محط التجربة، وتستمر هذه المرحلة إلى حوالي أربع سنوات. وفي نهاية المرحلة تقوم الشركة بطلب الرخصة من هيئة الدواء والغذاء، التي غالباً ما تمضي أكثر من عام لإصدار الموافقة.

من ذلك نرى أنه لكي يستطيع الشخص الاستثمار في شركات التكنولوجيا الحيوية عليه اختيار عدد قليل من الشركات العاملة في هذا المجال، واختيار الأدوية التي يتوقع لها النجاح، ومن ثم دراسة ما لدى الشركة في خط الإنتاج، ومتابعة المراحل التي يمر بها المنتج. إن الكثير من الشركات، حتى الصغيرة منها، تقوم بصرف ما يزيد عن ٥٠٠ مليون دولار لإنهاء جميع التجارب والحصول على سماح هيئة الغذاء والدواء خلال عدة سنوات من النشاط.

أداء أسهم التكنولوجيا الحيوية

نرى في الشكل ١١-١١ كيف أن نمو أسهم قطاع التكنولوجيا الحيوية، ممثلاً بمؤشر BTK الذي يشرف عليه السوق الأمريكي (AMEX) ويحتوي على عدد من أسهم التكنولوجيا الحيوية، كان أفضل من نمو شركات مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] خلال السنوات العشر الماضية. ويمكن شراء عدد كبير من أسهم التكنولوجيا الحيوية في سهم واحد عن طريق السهم القابض (BBH)، راجع الصفحة ٣٥٠ لمعرفة الأسهم القابضة.



الشكل ١١-١١: مؤشر BTK لقياس أداء أسهم التكنولوجيا الحيوية عالي التذبذب ولكن أداءه كان أفضل من أداء مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] الذي يحتوي على قطاعات كثيرة.

وهناك العديد من الشركات التي تعمل في قطاع التكنولوجيا الحيوية، من أشهرها ما نراه في الجدول ١١-٣.

الجدول ١١-٣: أشهر شركات التكنولوجيا الحيوية.

الشركة	طبيعة عملها	الرمز
Amgen	تقوم بتصنيع أربعة أنواع مشهورة من الأدوية العلاجية للإنسان	AMGN
Chiron	مختصة بعلاج السرطان والالتهابات.	CHIR
Genentech	تقوم بتصنيع ٩ أنواع من الأدوية البروتينية ومنتجات أخرى.	DNA
Biogen	تختص في علاج أنواع عديدة من الشلل وأمراض الكبد.	BIIB
Genzyme	تختص في علاج الاضطرابات الجينية وبعض الأمراض المزمنة.	GENZ
Immunex	تختص في منتجات التطعيم ومكافحة الفيروسات (انضمت لاحقاً مع AMGN).	-
Medimmune	تختص في علاج الأمراض المعدية والأورام ولديها ٥ أدوية في السوق وعدد كبير تحت التطوير.	MEDI
Gilead Sciences	تختص في مكافحة الفطريات والفيروسات مثل مرض الأيدز.	GILD
IDEC Pharmaceuticals	تختص في علاج أمراض الصداف والفيروسات والالتهابات (انضمت لاحقاً مع Biogen).	-
Human Genome Sciences	تختص في علاج الأمراض عن طريق دراسة الجينات وتطوير منتجات بروتينية ومضادات حيوية.	HGSI

الاستثمار في قطاع التكنولوجيا Technology

يعتبر قطاع التكنولوجيا الأشهر بين المستثمرين والأكثر من حيث عدد الشركات العاملة فيه، وتعود شهرته لسرعة نمو الشركات العاملة فيه، والتي وإن لم تكن معظمها تحقق أرباحاً عالية في بدايتها، إلا أنها من المتوقع أن تنمو بشكل كبير في المستقبل. على سبيل المثال نجد من حيث المبيعات أن شركات التكنولوجيا تأتي في آخر ثلاثة مراكز في قائمة أكبر عشر شركات (الجدول ١٩-٣، صفحة ٤٤٩)، ومن حيث الأصول لا توجد شركة تكنولوجيا في قائمة أكبر عشر شركات، وباستثناء IBM لا يوجد أي منها في قائمة أكبر عشر شركات من حيث عدد الموظفين. ولكن هذه في الواقع ميزة قطاع التكنولوجيا، وبالذات تكنولوجيا المعلومات (Information Technology)، حيث إن هذه التقنية لا تتطلب أصولاً ضخمة كما في بعض القطاعات الأخرى، بل هي تعتمد على الشحنات الكهربائية التي يتم نقل وتخزين المعلومات فيها، والتي بلا شك متدنية التكلفة. على سبيل المثال، انظر الجدول التالي الذي يقارن أداء شركة مايكروسوفت بثلاث من أكبر الشركات في

الولايات المتحدة على مدى خمس سنوات انتهت في عام ٢٠٠١م (والنتيجة بقيت كما هي حتى في عام ٢٠٠٥م). لاحظ كيف أن الربح الإجمالي لمايكروسوفت يفوق كل واحدة من هذه الشركات، بل إنها تتميز عنهم حتى في صافي الربح، ونسبة صافي الربح لكل موظف، والعائد على حقوق المساهمين (الملكية)، والعائد على الأصول.

	MSFT	XOM	GE	WMT
إجمالي هامش الربح **Gross Margin**	٨٥٪	٤٦٪	٥٧٪	٢١٪
صافي هامش الربح **Net Profit**	٢٣٪	٥٪	٩٪	٣٪
صافي الربح لكل موظف (ألف دولار)	١٢٨	١٢٣	٤٥	٦
العائد على الملكية **ROE**	٣١٪	١٧٪	٢٦٪	٢٢٪
العائد على الأصول **ROA**	٢٣٪	٨٪	٣٪	٩٪

من ذلك نكتشف سبب الإقبال على أسهم مايكروسوفت وعلى أسم شركات تكنولوجيا المعلومات بشكل عام. نشاهد في الجدول ١١-٤ عرضاً لأكبر خمس مجالات صناعية في قطاع التكنولوجيا، وأكبر خمس شركات واقعة في كل مجال، من حيث القيمة السوقية.

الجدول ١١-٤: أكبر الشركات العاملة في قطاع التكنولوجيا.

الصناعة	أكبر خمس شركات (كما في ٢٠٠٢/٢/٢٢م)
البرامج والبرمجيات	Microsoft, Oracle, SAP, Veritas Software, Siebel Systems
أشباه الموصلات	Intel, Taiwan Semiconductor, Texas Instruments, Applied materials, ST Microlelectronics
أجهزة الاتصالات	Cisco Systems, Nokia Corp, Ericsson, Motorola, Qualcom Inc.
أجهزة الكمبيوتر	IBM, Dell, HP, SUN, Hitachi
خدمات الكمبيوتر	AOL-Time Warner, First Data Corp, EDS, Fujitsu Ltd, Yahoo!

اختيار شركات التكنولوجيا

إن عملية اختيار شركات التكنولوجيا ليست بسيطة على الإطلاق، ويعود ذلك لكثرة الشركات وتنوع المجالات التي تعمل فيها، بل وصعوبة تفهم طبيعة أعمالها التي تتطلب قدراً كبيراً من المعرفة الفنية لاستيعاب ما تنتجه تلك الشركات ومدى الفائدة منها. إلا أننا نستطيع أن ننطلق من التقسيم العام، كما في الجدول ١١-٤، ومن ثم نقوم بدراسة كل مجال صناعي على حدة. ولعل من المناسب التركيز على أبرز الشركات في كل مجال ومن ثم الإجابة عن السؤالين التاليين اللذين ينصح الباحث جيفري مور، صاحب كتاب Gorilla Game الأخذ بهما:

١. هل لمنتج هذه الشركة بنية خاصة لا تتوفر في غيره من المنتجات، وتملك الشركة زمام هذه البنية بحيث يكون من الصعب على الآخرين منافستها فيه؟ يطلق على هذه البنية Proprietary Architecture، ومثال ذلك نظام التشغيل لدى شركة مايكروسوفت، حيث إنها الوحيدة التي تملك هذا النظام الذي لا يعرف أحد أسراره الداخلية عدا مايكروسوفت نفسها. بل يجب أن تكون هذه البنية مفتوحة للآخرين للاستفادة منها، أي يجب ألاّ تكون مغلقة. فنجد أن نظام Windows مفتوح لمن يريد أن يطور برامج تعمل في بيئته والاستفادة من قدراته كنظام تشغيل، علاوة على قدرة أنظمة الغير على التخاطب من خلاله. ونجد الشيء نفسه في نظام توجيه البيانات Router لدى شركة سيسكو، حيث له بنية خاصة به ولكنه مفتوح للتعامل مع الآخرين.
٢. هل يستطيع المستخدم تغيير المنتج بسهولة متى ما أراد ذلك؟ تعرف هذه الخاصية بتكلفة التغيير Switching Cost، والتي نجد أنها مرتفعة جداً لدى مستخدمي منتجات مايكروسوفت. من لديه القدرة على تغيير نظام التشغيل الذي اعتاد عليه طوال السنين الماضية؟ ومن لديه الاستعداد لتعلم معالج كلمات جديد؟

على المستثمر الذي يقوم بدراسة شركات التكنولوجيا مراعاة هذين الجانبين لمنتجات التكنولوجيا إن كان يبحث عن شركة متميزة، ويجب أن يستمر في متابعة التطورات المستجدة التي من شأنها أن تغير من وضع الشركة التنافسي. فقد يظهر بديل قوي ومغرٍ للمنتج مما يجعل من الصعب على الشركة المحافظة على قوتها شبه الاحتكارية للمنتج. بل إن مايكروسوفت نفسها تواجه تهديداً من قبل أنظمة Unix، والتي من أبرزها نظام التشغيل Linux الذي يعتبر شبيهاً بنظام Unix ويقل عنه في التكلفة، وينافس نظام Windows في الاستحواذ على قلوب مستخدمي الحاسبات الشخصية.

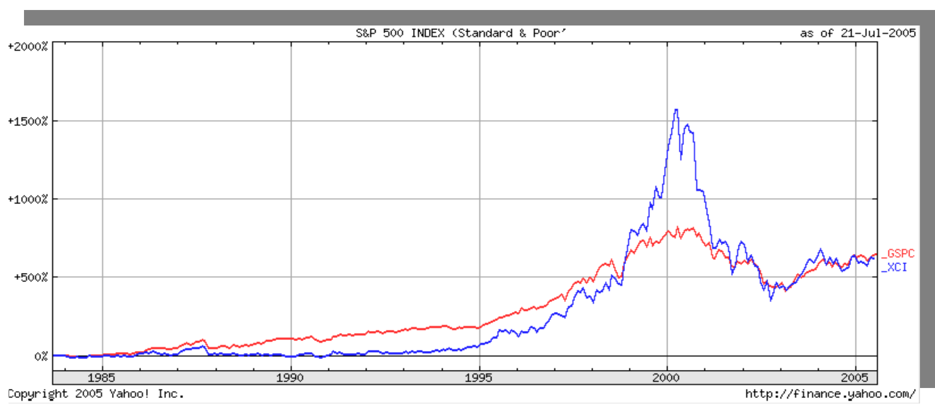
من أبرز الشركات العاملة في قطاع التكنولوجيا، خصوصاً تكنولوجيا المعلومات والشبكات، نجد بعضاً منها في الجدول ١١-٥ مع شرح مختصر لطبيعة عمل كل شركة.

أداء أسهم التكنولوجيا

نرى في الشكل ١١-١٢ نمو أسهم قطاع التكنولوجيا العام وكيف كان هناك ارتفاع حاد انتهى بانفجار الفقاعة في أبريل ٢٠٠٠م، ويستخدم لتمثيل هذا القطاع مؤشر XCI، الذي تشرف عليه بورصة السوق الأمريكي ويحتوي على عدد من أسهم التكنولوجيا. كذلك يمكن شراء عدد كبير من أسهم التكنولوجيا عن طريق سهم قابض واحد حسب التخصص داخل هذا القطاع، راجع الصفحة ٣٥٠.

الجدول ١١-٥: أشهر شركات التكنولوجيا المتقدمة.

الشركة	طبيعة عملها	الرمز
IBM	من أشهر وأكبر شركات تقنية المعلومات في العالم، تقوم بتصنيع أنواع عديدة من الحاسبات والبرامج المتخصصة في التجارة الإلكترونية والأعمال، وتقدم خدمات فنية واستشارية متعددة.	IBM
CSCO	أول شركة تقوم بتطوير أجهزة توجيه البيانات في الشبكات (Routers)، وتصنع العديد من أجهزة وبرامج الشبكات.	CSCO
Microsoft	أكبر شركة برامج كمبيوتر في العالم، تقوم بتصنيع أنظمة التشغيل Windows، والعديد من البرامج التي تعمل على هذا النظام.	MSFT
Intel Corp	أكبر شركة لصناعة المعالجات الرئيسية للكمبيوتر (CPU)، المستخدمة في الأجهزة العاملة على نظام Windows وغيرها من أنظمة التشغيل.	INTC
Qualcomm, Inc.	تختص في صناعة وتطوير الإلكترونيات الخاصة بالهاتف المحمول التي تعمل على نظام CDMA، المنافس للنظام العالمي GSM.	QCOM
Oracle Corp	أكبر شركة لأنظمة قواعد المعلومات في العالم، وتقوم بتطوير برامج تعمل على الإنترنت وتستفيد من قواعد المعلومات.	ORCL
Brocade Com.	تختص في صناعة أجهزة وبرامج تخزين البيانات التي تعمل على تقنية الشبكات وتستخدم الألياف البصرية (SANs) في ذلك.	BRCD
Applied Materials	شركة رائدة في صناعة الأجهزة والبرامج الداخلة في صناعة أشباه الموصلات وتعتمد عليها الشركات العاملة في هذا المجال.	AMAT
Dell Computer	تختص في تصنيع أنواع عديدة من الحاسبات الشخصية والمحمولة وتبيع معظمها عن طريق الهاتف والإنترنت.	DELL



الشكل ١١-١٢: مؤشر XCI لقياس أداء أسهم التكنولوجيا وتتضح فقاعة أسهم التكنولوجيا في عام ٢٠٠٠م، ولا يزال أداء أسهمه قريباً من أداء أسهم [أس آند بي ٥٠٠]، ولكن بتذبذب أكثر حدة.

الخلاصة

تستخدم المؤشرات الاقتصادية المختلفة كأداة لمعرفة اتجاه الأسهم بسبب العلاقة الكبيرة بين أسعار الأسهم والحالة الاقتصادية السائدة في البلاد. لذا فإن على المستثمر اليقظ متابعة ما يستجد على الصعيد الاقتصادي من خلال تلك المؤشرات التي تطرقنا لها في هذا الفصل. وليس بالضرورة أن يجعل المستثمر من نفسه خبيراً اقتصادياً لكي يتمكن من تفسير ما تعنيه هذه المؤشرات، حيث رأينا أن هذه المؤشرات هي عبارة عن أرقام تصدرها الجهات الحكومية المعنية، ويستطيع المستثمر أن يتابع تغير الرقم من فترة لفترة. على سبيل المثال، يعتبر مؤشر تكلفة المعيشة من المؤشرات القوية التي تكشف تضخم الأسعار من عدمه، وبقراءة نتائج المؤشر في كل شهر يمكن للمستثمر العادي أن يعرف التوجه العام لمعدل الفائدة. كذلك فإن متابعة ما يصدر من البنك المركزي من أرقام تعين المستثمر على اتخاذ القرارات السليمة. على سبيل المثال، عندما يقوم البنك المركزي برفع معدل الفائدة لمرتين أو ثلاث مرات متتالية، فقد يؤخر المستثمر قرار الدخول إلى السوق بعض الوقت، أو قد يرى أن من المناسب الخروج من بعض الأسهم التي تتأثر كثيراً بقرارات البنك المركزي.

من خلال هذه المؤشرات قد ينتهج المستثمر أسلوبا خاصاً به، حيث يقوم بتكوين باقة من المؤشرات يتابعها بشكل مستمر ويبني قراراته الاستثمارية عليها، كأن يقرر وقت الشراء عندما يكون هناك ارتفاع في عرض النقود (M2) بنسبة معينة، وانخفاض في معدل الفائدة بنسبة معينة، ويصاحب ذلك نقص بنسبة معينة في مستوى البطالة، وهكذا. هناك العديد من المحترفين وغير المحترفين ممن يقوم ببناء نموذج حسابي (Model) يستخدمه في تحديد أسعار الأسهم حسب ما يمليه عدد معين من المتغيرات (أو المؤشرات)، ويعرف هذا النموذج بـ Multiple Regression Model.

تعتبر مؤشرات السوق المذكورة هنا من أهم المؤشرات الرئيسية، وتستخدم عادة لقياس درجة حرارة السوق، إن صح التعبير، ويمكن للمستثمر متابعتها بيسر وسهولة عن طريق الإنترنت.

من أين تأتي الثروة؟

يتساءل بعض الناس عن أسباب وجود دول غنية ودول فقيرة، فما السبب؟ الجواب البديهي أن هناك دولاً لديها موارد طبيعية (ذهب، أو بترول أو أرض خصبة أو عمالة ماهرة، وهكذا) وهناك دول لا يوجد لديها مثل ذلك. ولكن قد يسأل سائل ما الذي يمنع دولة فقيرة من طباعة مبالغ كبيرة من عملتها لتصبح بذلك غنية! والجواب إن كل الدول تقوم بالفعل بطباعة ما تشاء من عملتها وتقوم بذلك كثيراً، أحياناً لاستبدال العملة المتداولة لإبقائها في حالة شكلية جيدة،

وأحيان أخرى كثيرة لمجرد زيادة الكمية المتوفرة من عملتها في البلاد. وهنا تأتي المشكلة في كون عملية طباعة كميات كبيرة من العملة سيؤدي في نهاية الأمر إلى التضخم السريع وبالتالي إلى إفلاس الدولة.

لاستيعاب هذا المفهوم، تخيل لو أن دولة جديدة نشأت في إحدى الجزر، التي لا توجد فيها حياة ولا حضارة قائمة، عدا بعض الشواطئ الجميلة وعدد من السكان الجدد. لنفرض أن هذه الدولة قامت بطباعة ملايين من الأوراق المالية المحلية، دعنا نسميها العملة المحلية، والتي قامت الدولة بتثبيت سعر الورقة الواحدة منها بدولار واحد. إلى هنا لا توجد مشكلة لدى هذه الدولة وتستطيع في الواقع طباعة المزيد من هذه العملة، ولكن السؤال المهم هو من سيُقبل على شراء هذه العملة؟ لا أحد في الواقع إلى أن يأتي من لديه رغبة في التعامل مع هذه الدولة، ربما لزيارة شواطئها الجميلة والأكل من أسماكها وفواكهها، أو لافتتاح مصانع فيها وتطويرها بشكل أو آخر. هنا تبدأ ملامح ثروة هذه الدويلة بالظهور. كيف يأتي ذلك؟

إن القادم إلى هذه الدولة يحتاج إلى شراء العملة المحلية ودفع قيمتها بالدولار. ولو فرضنا أن هذه الجزيرة بدأت تزدهر وأنشأت عدداً من الفنادق السياحية وفتحت عدداً من المصانع الوطنية، وقامت بزراعة المنتجات الزراعية المختلفة فسيكون هناك إقبالاً على هذه الدولة، مما يعني المزيد من الدولارات (وغير الدولارات) في خزائنها.

إذاً أصبحت هذه الدولة غنية، وتستطيع حكومتها أن تطبع المزيد من عملتها المحلية لتحرك اقتصادها من الداخل، ولكن عليها أن تبقى مستعدة لتحويل عملتها إلى الدولار (أو غيره من العملات) متى ما كانت هناك حاجة لذلك. على سبيل المثال، قد تحتاج مصانعها إلى المواد الخام المتوفرة خارجياً، أو إلى الخبراء الأجانب وما إلى ذلك من الأمور التي تتطلب التحويل إلى العملات الأجنبية. وطالما استمر اقتصادها بالعمل بشكل جيد، واستمر الناس من أنحاء العالم بالإقبال على منتجاتها وسياحتها فإن وضعها المالي (وسعر صرف عملتها) سيبقى قوياً.

ولك أن تتخيل كيف سيتغير اقتصادها لو إن هذا الإقبال القوي تغير فجأة، بسبب منافسة من دول أخرى أو نتيجة مشاكل سياسية داخلية، فماذا سيحصل لسعر صرف عملتها ورصيدها من العملات الأجنبية؟ ما تأثير ذلك على مستوى البطالة لديها؟ وهل تتوقع أن ينخفض معدل الفائدة لديها أم يرتفع؟ وما الخيارات المتاحة لحكومتها لتحسين هذا الوضع؟ هذه التساؤلات وهذه الأمور يجيب عنها علم الاقتصاد والتمويل وتقع في صلبه، وهي بالغة الأهمية لأي دولة، ومفيد جداً للشخص متابعة ما يدور في العالم من هذه الأحداث .

الفصل الثاني عشر

التحليل الفني للأسهم

في هذا الفصل

- ما هو التحليل الفني للأسهم وكيف نفسر حركة الأسعار من فترة لأخرى؟
- ما المقصود بخطوط الدعم والمقاومة للسهم؟
- هل قراءة الرسوم البيانية للسعر مفيدة أم لا ؟ وما المقصود ببعض نماذج السعر، كنموذج رأس وكتفين، ونموذج فنجان بعروة، والمثلث الصاعد، والفجوات؟
- ما هي الشموع اليابانية وكيف يمكن الاستفادة منها ؟
- ما أبرز مقاييس ملاحقة الاتجاه ومقاييس الاندفاع ومقاييس التجميع والتصريف؟

عرفنا أن عملية تحليل الأسهم، تتم إما بطريقة التحليل الأساسي (Fundamental Analysis) أو التحليل الفني (Technical Analysis)، وأشرنا إلى أن التحليل الأساسي يعتمد على دراسة جميع جوانب الشركة التشغيلية والمالية والتسويقية وأداء إدارتها ومديريها التنفيذيين والفنيين وغير ذلك من التفاصيل الخاصة بالشركة، إلى جانب وضع الشركات المنافسة وحالة الاقتصاد بشكل عام والعوامل الاقتصادية المختلفة التي قد تؤثر على أداء الشركة.

كذلك ذكرنا أن التحليل الفني للأسهم يختلف تماماً عن التحليل الأساسي، فهو يعتمد بشكل كبير على حركة الأسعار وكمية التداول واتجاه مقاييس السوق الفنية وما إلى ذلك من حقائق وأرقام حدثت في الماضي، وعن طريقها يحاول المحلل الفني التنبؤ بالمستقبل. وينقسم التحليل الفني إلى قسمين رئيسيين: (١) قراءة الرسوم البيانية للأسعار، و (٢) تحليل المؤشرات الفنية. فقراءة الرسوم البيانية تعتمد على مهارة المحلل في تفسير حركة السهم وكميات التنفيذ عليه، وذلك بناءً على ما يظهر من نماذج فنية ومناطق دعم ومقاومة وفجوات وغيرها. أما تحليل المؤشرات فهو عبارة عن الاستفادة من مقاييس فنية جاهزة أو مطورة أو خاصة بالمحلل نفسه، يستفاد منها في

معرفة وضع السهم من حيث سرعته وارتفاعه من انخفاضه، إلى جانب الكشف على طبيعة كميات التنفيذ وما إلى ذلك.

أهمية التحليل الفني ونشأته

إن عمل المحلل الفني الذي يقرأ الرسوم البيانية للأسعار ينطلق من الاعتقاد بأن حركة الأسعار تتبع مسارات معروفة تأتي على شكل نماذج معينة تتكرر باستمرار، وإنه بمجرد رؤية هذه النماذج وهي في طريقها إلى التكوين نستطيع وبنسبة نجاح عالية معرفة ما ستنتهي إليه هذه النماذج، وما ستؤول إليه الأسعار. ويمكن تشبيه هذا المفهوم لفكرة النماذج بمن يقود السيارة ليلاً في طريق متعرج. فعندما يبدأ الطريق بالانحناء نحو اليمين فإنه يتوقع بنسبة عالية أن الطريق سوف يواصل الانحناء نحو اليمين بعض الشيء ومن ثم قد يتجه إلى الشمال وهكذا. وبأي حال فهو يعلم يقيناً بأن الطريق لن يستمر في الانحناء نحو اليمين لفترة طويلة جداً، وإلا لوجد نفسه يسير في دائرة!

ومن خلال التحليل الفني تم اكتشاف عدد من الأشكال أو النماذج التي تتكرر دوماً مثل نموذج الرأس والكتفين (Head-and-Shoulders) ونموذج الطبق العادي والمقلوب (Saucer) ونماذج المثلثات (Triangles)، ونموذج فنجان بعروة (Cup-with-Handle)، وغيرها من الأشكال التي سوف نتطرق لها، والتي ترمز للمسار الذي يتخذه السعر نتيجة التغيرات التي تحدث للسهم من خلال الشد والجذب الذي يتم بين العرض والطلب. إلا أنه للأسف هناك من يسيء فهم التحليل الفني ويجنح به إلى عالم الخيال والتنجيم، فيعتقد أنه بسبب حركة الكواكب والنجوم فإن الأسهم تتحرك بشكل معين أو أن هناك قوى عجيبة تتحكم بالأسعار وما إلى ذلك!

معقولية التحليل الفني

هناك الكثير ممن ينتهج التحليل الفني ويتخذ قراراته الاستثمارية بالاعتماد الكلي على ما تشير إليه القراءات الفنية لحركة الأسهم، وبالأخص المضاربين المحترفين، ويحقق نتائج إيجابية جيدة. وقد يكون من أقوى الحجج على معقولية التحليل الفني الأمور التالية:

1. **إن سعر السهم في أي وقت من الأوقات يعكس آراء جموع كثيرة من البشر، بمن فيهم المحللون الأساسيون الذين إن قرروا الشراء فسيظهر ذلك جلياً على السعر، وإن قرروا البيع فسيظهر ذلك على السعر كذلك. أي أن من الأفضل ترك المحلل الأساسي يقوم بعمله وبعد أن ينتهي ويتخذ القرار يمكن للمحلل الفني رصد حركاته والتصرف حسب ما يتضح على أرض الواقع (إن كانت هناك حالات شراء فليشتري وإلا فليبيع)!**

٢. هناك تفسير منطقي لاتخاذ السهم اتجاها معيناً لأن ذلك يأتي بسبب طبيعة الطلب والعرض، فنجد أنه من الطبيعي في حالة ظهور خبر مهم عن الشركة أن يكون هناك اندفاع من المستثمرين نحو شراء السهم مما يؤدي إلى ارتفاعه بشكل فوري، ومع المزيد من الطلب على السهم يواصل السهم ارتفاعه، إلى أن يأتي من يعتقد بأن السهم قد أفرط في الارتفاع ويبدأ بالبيع إما بطريقة البيع المُسبق أو البيع العادي (للأسهم المملوكة)، الأمر الذي حتماً يؤدي إلى انخفاض السعر. وقد نشبه حركة السهم هذه ببعض الظواهر أو الحالات الفيزيائية المألوفة. تصور ماذا يحدث لو قمت بدفق وعاء مليء بالماء على الحائط من زاوية مائلة، سوف تجد أن الماء ينتشر على الجدار ويأخذ بالارتفاع إلى أن يصل إلى أقصى حد له قبل أن يبدأ الهبوط إلى الأرض. ولو قمت بدفق وعاء آخر من الماء قبل هبوط الماء المسكوب لارتفع الماء مرة أخرى على الجدار وأخذ شكلاً معيناً حسب قوة دفع الماء المدفوق (التي تمثل قوة الطلب).

٣. هناك الظاهرة النفسية التي تعرف بالنبوءة التي تحقق نفسها (Self-fulfilling Prophecy)، والتي تعني بأن الإنسان عندما يتوقع حدوث شيء ما فإنه إما شعورياً أو لا شعورياً يتصرف بطريقة تؤدي إلى حدوث ما كان يتوقعه! كمثال على التصرف الشعوري، نجد لو أن عدداً كبيراً من الناس ظن أن سعر البرتقال سيرتفع خلال الأيام القليلة القادمة (لسبب منطقي أو غير منطقي)، فقد يقوم بشراء كميات كبيرة من البرتقال تحسباً للمستقبل. وعند سماع بقية الناس عن احتمال ارتفاع سعر البرتقال فهم بدورهم يقومون بالشراء، الأمر الذي يؤدي بلا شك إلى ارتفاع السعر، مما يؤكد ظنهم بارتفاع سعر البرتقال! كذلك الحال بسوق الأسهم وبالذات في حالة التحليل الفني، حيث إنه عندما تظهر بوادر تلك النماذج التي تحدثنا عنها فإن التصرف الذي يقوم به جموع المحللين الفنيين يؤدي بنهاية الأمر إلى اتخاذ السهم للشكل المتوقع! وهذا ليس عيباً في التحليل الفني، بل ميزة يمكن استغلالها لتحيق ربح منها.

وحتى المحللين الأساسيين يعتمدون على التحليل الفني في توقيت الدخول والخروج، فتجدهم يقومون بإلقاء نظرة على الجانب الفني قبيل شروعهم بشراء السهم وذلك من أجل تحديد الوقت المناسب للشراء، فمثلاً نجد أن المحلل الأساسي يكون قد قرر الشراء نتيجة ما قام به من بحث ودراسة للسهم ويجد نفسه بحاجة إلى معرفة الوقت المناسب للشراء، فيلجأ للتحليل الفني. إلا أن أكبر نقطة ضعف في التحليل الفني هي أنه لا يفيد كثيراً بالنسبة للشركات الجديدة المدرجة حديثاً في السوق، ذلك لأن التحليل الفني يعتمد على حركة السهم في الماضي والتي بالطبع لا تتوفر للأسهم المطروحة لأول مرة في السوق.

هل يبطل التحليل الفني نفسه؟

هناك تساؤل في غاية الأهمية، وهو إنه إذا كان جميع الناس يتّبعون الطريقة نفسها، أليس من المفترض ألاّ تعمل الطريقة كما هو متوقع؟ بمعنى أنه لو كان جميع الناس يرون خط دعم على الخارطة أو نموذجاً معيناً يشير إلى أن السعر سيرتفع، فإنهم بالضرورة سوف يقررون الشراء معاً مما يجعل السهم ينطلق فوراً ولا يتيح لأحد فرصة الاستفادة من ذلك التحليل! تخيل سوق أسهم فيه جميع الناس يتخذون القرار نفسه، ماذا سيحدث في مثل هذا السوق؟ تصور سهم شركة أغلق في اليوم السابق عند ٩٠ دولاراً وهو الآن على وشك الافتتاح في الصباح. لنفرض أن جميع الناس متفقون على أن سعر السهم يجب أن يكون ١٠٠ دولار ولن يزيد أو ينقص عنه أبداً! في هذه الحالة سوف يفتتح السهم عند ١٠٠ دولار ولن يزيد أو ينقص عن ذلك على الإطلاق. والسبب يعود لأن من لا يملك السهم لديه الاستعداد لشرائه بأقل من ١٠٠ دولار بقليل (إن استطاع ذلك)، ومن يملكه لديه الاستعداد ببيعه بـ ١٠٠ دولار لأنه لن يحصل على أفضل من هذا السعر (على الأقل في ذلك اليوم). ونتوقع الشيء نفسه فيما لو أن جموع الناس اتفقت على صحة نموذج معين، أو نتيجة تحليل فني معين، فإنهم بلا شك سيجعلون سعر السهم يثبت عند سعر معين ولن يتغير عنه.

لكننا نعلم أن هذا لا يحدث في الأسهم، حيث نجدها تتغير باستمرار، وذلك يعود للأسباب التالية:

١. **ليس صحيحاً أن جميع الناس يتعاملون بالتحليل الفني، بل هناك من يعمل بالتحليل الأساسي أو حسب أسلوب معين خاص به، وهناك من لا يعمل بأي أسلوب على الإطلاق! وهؤلاء لا يرون الاكتشافات التي يراها المحلل الفني.**

٢. **ليس جميع من ينتهجون التحليل الفني متفقون على الرأي نفسه! هناك من يشتري عند خط الدعم وهناك من يبيع عنده، وهناك من يفسر النماذج بطرق مختلفة، وهكذا.**

٣. **هناك من يأخذ بالتحليل الفني ويعلم أن السهم على وشك الهبوط ولكنه لا يستطيع بيع ما لديه من أسهم، إما لأنه مستثمر على المدى الطويل، أو أن لديه كميات كبيرة من الأسهم لا يستطيع بيعها واسترجاعها بسرعة، فلا يستطيع المضاربة بها.**

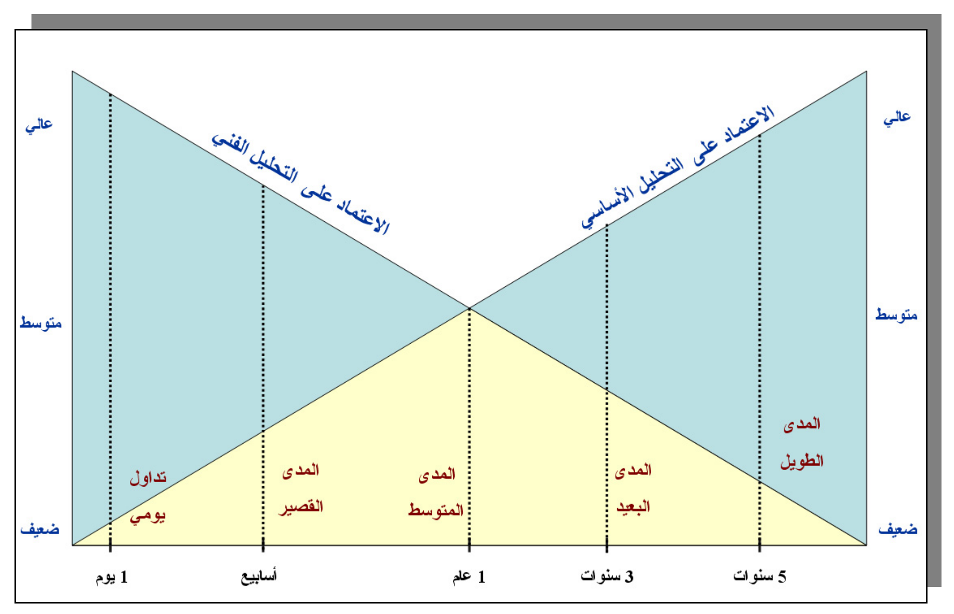
خلاصة القول نجده في المثل الذي يقول بأنه لولا اختلاف الآراء لبارت السلع!

المزج بين التحليل الأساسي والفني

هناك متطرفون فنيون ومتطرفون أساسيون، ويمكن أن نقول إن المتطرف الفني هو ذلك الشخص الذي لا يعير التحليل الأساسي أي اهتمام، بل إنه لا يعرف حتى اسم الشركة التي يتداولها.

وبالمقابل، هناك المتطرف الأساسي الذي لا يعرف خرائط الأسهم ولا أياً من أساليب التحليل الفني على الإطلاق. وكلا الفئتين على خطأ، فالأفضل دراسة الجانب الأساسي والجانب الفني معاً. ولكن ما مدى الحاجة لكل طريقة؟ وكم من الجهد نحتاج في كل طريقة؟ وهل لذلك علاقة بأسلوب الشخص، إن كان مستثمراً أم مضارباً يومياً أو فيما بينهما؟

يبين الشكل ١٢-١ رسماً توضيحياً (غير علمي بل مجرد طريقة لإيضاح الفكرة) يبين مدى الحاجة لكل من التحليل الأساسي والتحليل الفني. فنجد أنه حسب المدة الزمنية التي يعمل بها الشخص يمكننا تحديد أي الطريقتين يحتاج الشخص أن يمارس عند اتخاذ قرار الشراء والبيع. على سبيل المثال، لو أن شخصاً يستثمر على المدى الطويل (لعام أو أكثر)، بهذه الحالة نجد أنه بحاجة إلى اتباع التحليل الأساسي أكثر من اتباعه للتحليل الفني، ويحتاج إلى استخدام التحليلين بنفس المقدار، إن كانت مدته الزمنية تساوي عاماً واحداً. بينما نجد أن الشخص الذي يضارب بشكل يومي بحاجة إلى مقدار كبير من التحليل الفني، وقليل من التحليل الأساسي[1]. وهذا الرسم الإيضاحي مجرد إيضاح عام لهذه الفكرة ولا تؤخذ هذه المدد الزمنية على أنها شيء قاطع وثابت.



الشكل ١٢-١: مثال يوضح مدى الحاجة للتحليلين الأساسي والفني حسب المساحة الزمنية للشخص.

[1] إذا كنت تريد الشراء والبيع خلال ساعة من الزمان، هل تعتقد أن مبيعات الشركة أو أرباحها ستتغير خلال هذه المدة؟ وهل ستتغير قدرتها التنافسية خلال هذه الساعة؟ بالطبع لا، وهذا أحد الأسباب التي تجعل الناس يتجهون للتحليل الفني على المدى القصير بالذات.

نظرية داو

تشارلز داو هو أول رئيس تحرير لصحيفة [وول ستريت]، وهو أول من بدأ بحساب مؤشرات السوق، ولا يزال مؤشر [داو جونز] الشهير يسمى باسمه. وأهمية نظرية داو هذه تأتي كونها الأساس الذي ينطلق منه التحليل الفني، ويمكننا تلخيص أهم مقومات هذه النظرية فيما يلي:

١. **يأخذ مؤشر السوق في الاعتبار كل الأحداث والتحليلات والآراء التي يقوم بها الناس، فالقرار النهائي لوضع السوق نجده دائماً في المؤشر، والذي لا يمكن لأحد أن يعبث به لأنه يعكس ثروات جميع المتعاملين، وأي محاولة للعبث به تحتاج إلى مبالغ مالية فلكية لا تتوفر لدى الناس.**

٢. **حركة الأسعار تتبع اتجاهات (Trend) تتغير من صعود إلى هبوط وتستمر لفترات زمنية معينة. فالاتجاه الرئيسي الصاعد (أو الهابط) يستمر لمدة عام أو أكثر ويحقق تغيراً في السعر يزيد عن ٢٠٪، ويتخلل هذا الاتجاه الرئيسي اتجاه متوسط يسير باتجاه معاكس، فيقوم بتصحيح مسار الاتجاه الرئيسي. وخلال الاتجاه المتوسط نجد تذبذبات كثيرة من يوم لآخر يمكن تسميتها الاتجاهات القصيرة. والافتراض دائماً هو أن الاتجاه سيستمر (صعوداً أم هبوطاً) إلى أن يأتي أمر واضح يغير من هذا الاتجاه.**

٣. **قسّم داو الاتجاه الرئيسي إلى ثلاث مراحل، أولها مرحلة التجميع والتي تأتي في بداية تحرك الأسهم ويقوم بها من لهم معرفة جيدة بالأسهم ومتابعة خاصة لها. والمرحلة الثانية هي مرحلة النمو والتصاعد، حيث تظهر نتائج أرباح الشركات كما توقعها الذين بدؤوا بالتجميع في المرحلة السابقة، ويتجه كثير من الناس للأسهم، لتأتي بعد ذلك المرحلة الثالثة والتي تعتبر قمة الصعود، حيث كثرة الحركة والنشاط وازدياد كمية التداول، إلاّ أن الأسعار لا تتحرك بعد ذلك كثيراً. بعد ذلك يتغير الاتجاه الرئيسي إلى اتجاه هابط من خلال ما يعرف بمرحلة التصريف، والتي يستغلها كبار المستثمرين في التخلص مما لديهم من أسهم بالأسعار العالية، فيؤدي ذلك إلى مرحلة الخوف التي يتسابق فيها البائعون للخروج، ويستمر تبعاً لذلك البيع إلى أن يصل إلى مرحلة اليأس التي لا تنتهي إلاّ بانتهاء حالات البيع، ومن ثم يأتي اتجاه رئيسي آخر، وهكذا.**

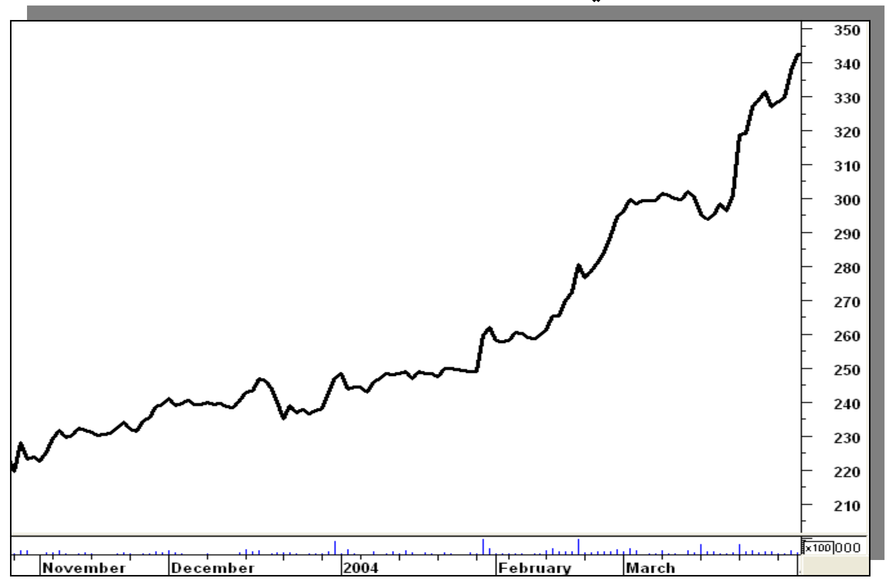
٤. **تعتبر الأسهم دخلت في اتجاه صاعد رئيسي عندما يتضح الاتجاه الصاعد في المؤشر الرئيسي (مؤشر [داو جونز])، ويؤكد ذلك في الوقت نفسه مؤشر آخر (كمؤشر قطاع النقل (Transport) بسلكه اتجاهاً صاعداً. والعكس صحيح في حالة الاتجاه الهابط (بعد قليل سنتحدث عن طبيعة الاتجاه وكيفية تحديده).**

٥. كمية التداول تتبع الاتجاه، بمعنى أنه في حالة الاتجاه الصاعد تكون الكمية عالية، وتنخفض الكمية عندما تكون هناك حركة تصحيحية على المدى القصير. والشيء نفسه يحدث في حالة الاتجاه الهابط، فتزداد الكمية مع النزول وتنخفض عندما ترتد الأسعار إلى الأعلى على المدى القصير.

هذه المفاهيم التي أشارت إليها نظرية داو لا تزال قائمة ويعتمد عليها بشكل كبير في جميع أوجه التحليل الفني.

تضاريس الخارطة Charts

خارطة السهم، أو الرسم البياني للسهم، عبارة عن طريقة لتوثيق حركة السهم مع مرور الوقت. ففي الخارطة الخطية (Line Chart) يتم رسم حركة السهم على شكل خط، بحيث يوصل خط من إغلاق يوم لآخر، وتتميز هذه الخارطة بأنها تعطي فكرة عامة ومختصرة عن حركة السهم، ومن السهل رسمها ومتابعتها، كما في الشكل ١٢-٢.



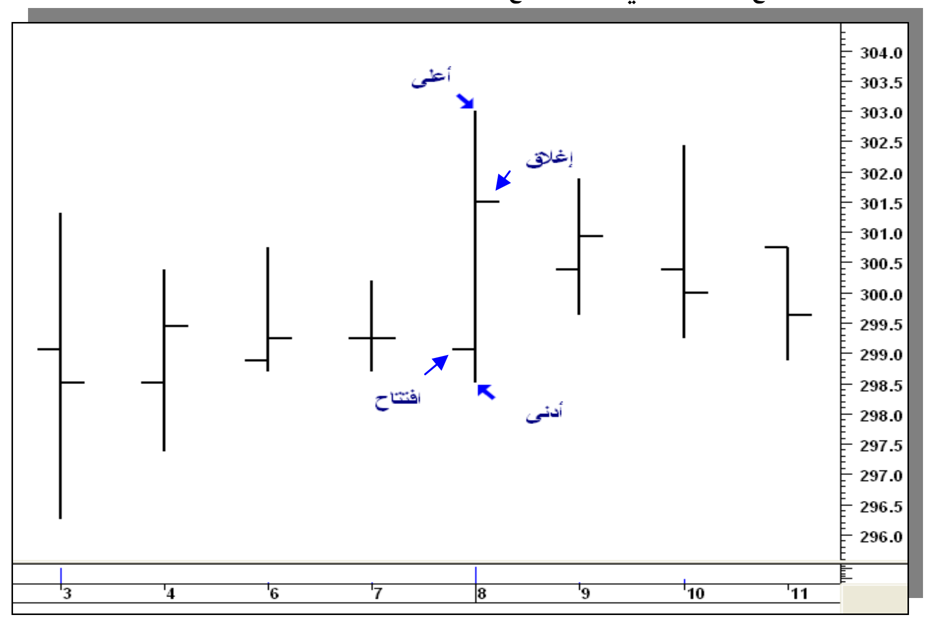
الشكل ١٢-٢: الخارطة الخطية للسهم مجرد إيصال أسعار الإغلاق من فترة بخط.

يعرف النوع الآخر من خارطات الأسهم بخارطات الأعمدة (Bar Charts)، نظراً لأن كل نقطة من نقاط السعر ترسم على شكل عمود رأسي (من الأعلى إلى الأسفل)، كما في الشكل ١٢-٣. هنا نجد أن المحور الأفقي (X-axis) يرمز للوقت، والذي قد يكون بالأيام أو الأسابيع أو السنين، أو حتى بالدقائق والساعات، والمحور العمودي (Y-axis) يرمز للسعر بالدولار. وعند تحضير هذه

الرسوم البيانية، والتي عادة تتم بواسطة الحاسب الآلي، يتم رسم خط عمودي لحركة السهم عن كل يوم (أو حسب الفترة)، حسب التعريفات التالية:

- أعلى نقطة على الخط هي أعلى سعر (High) لتلك الفترة.
- أدنى نقطة على الخط ترمز لأدنى سعر (Low) عن تلك الفترة.
- يرمز لسعر الافتتاح (Open) بخط أفقي قصير يأتي إلى يسار الخط العمودي للسعر.
- يرمز لسعر الاغلاق (Close) بخط أفقي قصير يأتي إلى يمين الخط العمودي للسعر.

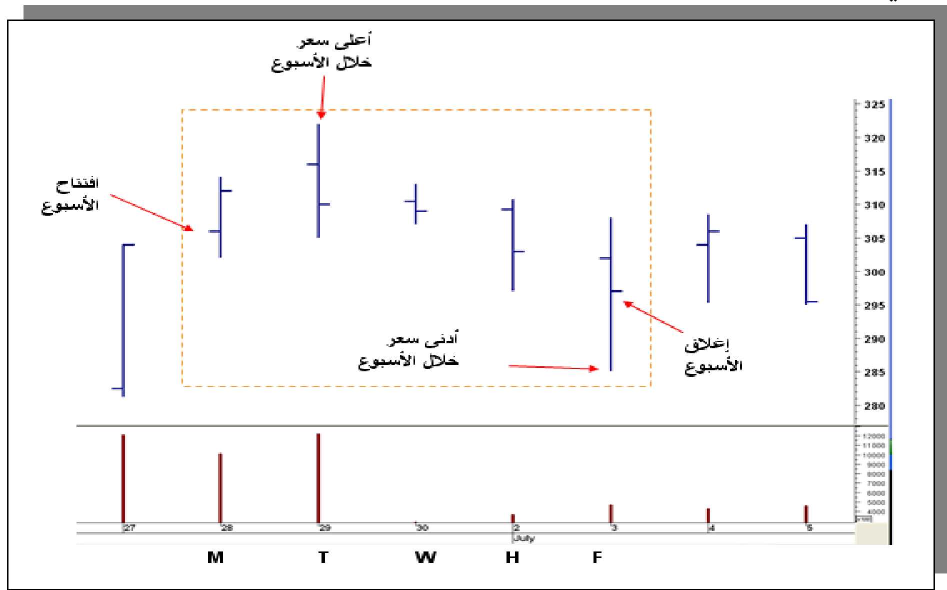
معظم الخرائط البسيطة لا تظهر سعر الافتتاح، وبعضها لا يظهر أياً من السعرين، إلا أن المحترفين دوماً يتعاملون مع الخرائط التي تظهر جميع هذه الصفات.



الشكل ١٢-٣: الخارطة العمودية للسهم تظهر معلومات أكثر عن حركة السعر خلال الفترة المطلوبة.

وعمود السعر هذا يمكن أن يمثل فترات زمنية مختلفة، فيمكننا رسم خارطة ذات أعمدة أسبوعية، بحيث يكون كل عمود عبارة عن رصد لحركة السهم خلال مدة أسبوع كامل، انظر الشكل ١٢-٤ الذي يبين خارطة فيها أعمدة يومية وكيفية استخراج أعمدة أسبوعية منها. أما إذا كان العمود السعري لمدة ٦٠ دقيقة، على سبيل المثال، فيكون سعر الافتتاح هو سعر أول صفقة بدأت بها الساعة، وسعر الإغلاق هو سعر آخر صفقة لتلك الساعة، وهكذا. وبالمثل لو طلبنا خارطة ذات

أعمدة خمس دقائق فيكون كل عمود عبارة عن حركة السهم خلال خمس دقائق. ويمكن أن ندرس أعمدة أقل من ٥ دقائق، مثلاً ٣ دقائق أو دقيقة واحدة، أو اختيار أقل مدة وهي كل نقرة tick، والتي تظهر كل صفقة عند حدوثها.



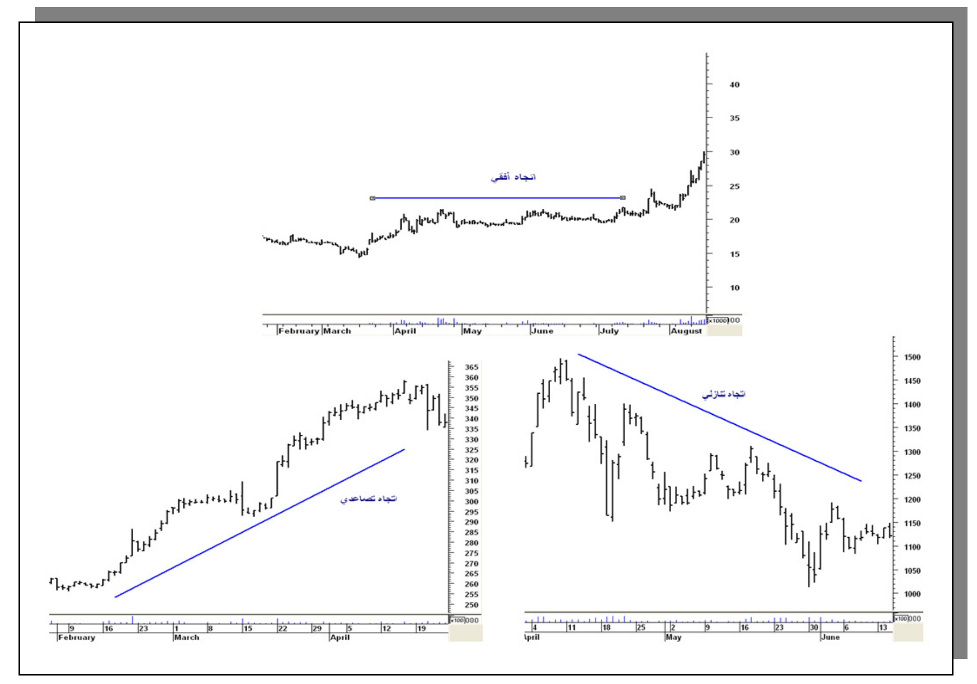
الشكل ١٢-٤: العمود الأسبوعي عبارة عن سعر افتتاح يوم الاثنين وإغلاق يوم الجمعة وأعلى وأدنى سعر حققه السهم خلال الأسبوع، وكمية التداول هي مجموع الكمية لذلك الأسبوع.

اتجاه السهم Trend

عندما يتحدث المحللون الفنيون عن اتجاه السهم (Trend) فإنهم يقصدون المسار العام للسهم. نرى في الشكل ١٢-٥ ثلاثة اتجاهات مختلفة لسعر السهم. فقد يكون الاتجاه صاعداً (Up-trend)، أو هابطاً (Down-trend)، أو أفقياً (Sideways).

عندما يكون سعر السهم خلال فترة زمنية معينة في مرحلة صعود، فإن ذلك يعود كما عرفنا إلى كون كمية الطلب على السهم أكثر من كمية العرض خلال هذه الفترة، والسبب في كون الصعود لا يحدث على شكل خط مستقيم متجه إلى أعلى يعود لكون كميتا العرض والطلب تختلفان بين فترة وفترة. فمن الممكن أن يكون معدل الطلب على السهم خلال ٥ أيام ١٠ ملايين سهم، مقابل معدل عرض بكمية ٨ ملايين سهم، عندها نجد أن السهم يتحرك باتجاه صاعد خلال تلك الأيام الخمسة. ولكن خلال هذه الأيام الخمسة قد تكون هناك فترات كثيرة كانت فيها كمية العرض أكثر من كمية الطلب مما أدى إلى اتجاه السعر إلى الأسفل. ولا يقصد من هذا المثال أن الكمية بحد ذاتها هي التي

تحدد الاتجاه بل إن نسبة كمية الطلب إلى كمية العرض هي التي تحدد الاتجاه. على سبيل المثال قد تجد أن سهماً ارتفع ٥٠٪ في يوم واحد وبكمية تداول لا تتجاوز ٥٠ ألف سهم لذلك اليوم، وسهماً أخر ارتفع ١٪ فقط بينما كمية التداول تجاوزت عشرات الملايين من الأسهم. والسبب في مثال السهم الأول يعود إلى أن معظم الصفقات (٩٠٪ مثلاً) لذلك اليوم كانت إلى جانب الطلب مما أدى إلى ارتفاع السهم بشكل عال جداً، بينما في المثال الثاني ربما كانت قوى الطلب والعرض متساوية إلى حد كبير.

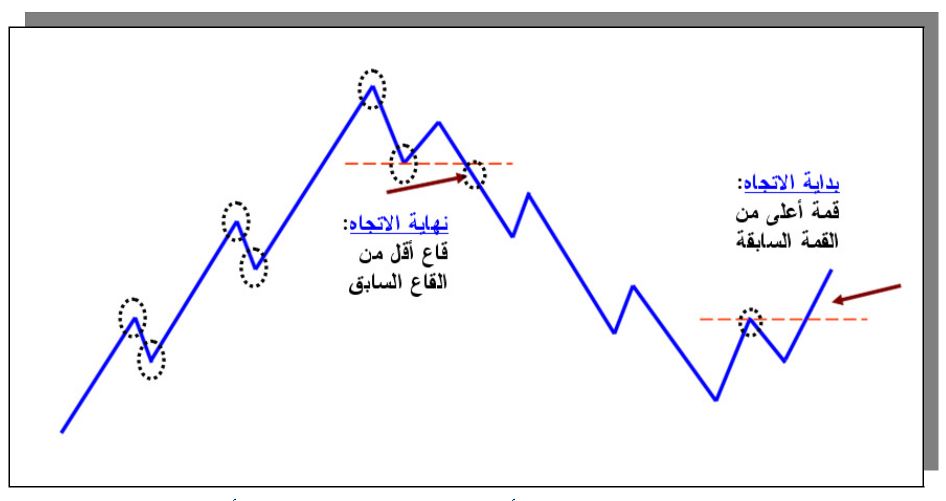


الشكل ١٢-٥: ثلاثة اتجاهات مختلفة لحركة سعر السهم، صاعد وهابط وأفقي.

وعلى العكس من ذلك نجد أن الاتجاه يكون إلى الأسفل عندما تكون كمية العرض للسهم خلال فترة ما تفوق كمية الطلب عليه. أما بالنسبة إلى الاتجاه الأفقي فهو دليل على عدم وجود اتجاه واضح للسهم، مما يجعل السهم يسير في نطاق محصور بين خطين.

وكما ذكرنا عند شرح نظرية داو فإن حركة الأسهم تتبع اتجاهات معينة تستمر لفترات معينة. والتعريف الدقيق للاتجاه الصاعد هو أن الأسعار تشكل قمماً متصاعدة وقيعاناً متصاعدة، وإن الاتجاه الهابط تأتي فيه القمم متنازلة والقيعان متنازلة، انظر الشكل ١٢-٦. وحسب نظرية داو فإن الاتجاه الصاعد لا يتأكد حتى يتشكل لدينا قمتين صاعدتين وقاعين صاعدين. ولكن هذا بالطبع يعني أننا لا نستطيع الشراء عند القاع (لأن علينا الانتظار حتى نحصل على قمتين وقاعين)، ولكن

الهدف من هذه النظرية هو ألا يتم الشراء حتى يكون هناك احتمال كبير بأن الاتجاه بدأ يأخذ إلى الأعلى، فتقل المخاطرة. وبالنسبة للاتجاه الهابط فيتأكد بوجود قمتين هابطتين وقاعين هابطين.



الشكل ١٢-٦: في الاتجاه الصاعد تكون كل قمة أعلى من القمة السابقة، وكل قاع أعلى من القاع السابق، والعكس صحيح في حالة الاتجاه الهابط.

الدعم والمقاومة Support and Resistance

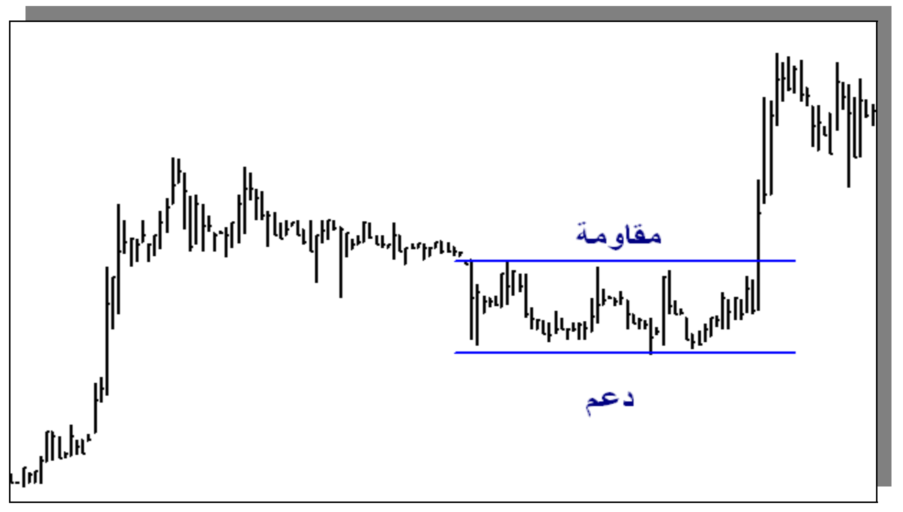
طبيعي أن لا ينطلق السعر إلى الأعلى أو إلى الأسفل باستمرار، بسبب اختلاف وجهات نظر المستثمرين والمضاربين حول السعر الذي ينبغي أن يكون عليه السهم. فهناك مستثمر صغير يبحث عن السهم المناسب للشراء أو البيع، وهناك مدير محفظة معنية بمعاشات التقاعد ولديه مبلغ كبير يوشك أن يرمي به في أحد الأسهم، ومثله من يدير الصناديق الاستثمارية ومن يدير رؤوس أموال كبار المستثمرين وغيرهم من المضاربين المحترفين الذين يبحثون عن الكسب السريع والاستفادة من أي ثغرات في الأسعار. وهؤلاء الأشخاص يختلفون في تقديراتهم وفي توقيت ما يشترونه ويبيعونه.

ولكن عندما ينخفض السهم إلى حد معين، فإنه يصبح جذاباً لكثير من المتعاملين الذين يبدؤون الشراء، فيقف سعر السهم عند حد سعري معين، يسمى خط الدعم (Support Line)، لأنه يدعم السهم ويمنعه من المزيد من الهبوط. ويبدأ السهم بعد ذلك بالارتفاع ويزداد ارتفاعه بسبب دخول المتفرجين والمضاربين الذين يودون الاستفادة من صعود السهم. كذلك قد يقوم عدد ممن باع مُسبقاً بالشراء لتغطية بيعهم، فيواصل السهم الصعود إلى أن يبدأ المالكون للسهم ببيع أسهمهم بحثاً عن الربح، ويظهر عدد ممن يرغب في بيع السهم مُسبقاً لاعتقادهم بأنه سوف يبدأ بالنزول لا

محالة. وعند حد سعري معين يسمى خط المقاومة (Resistance Line)، لكونه يقاوم حركة السهم ويمنعه من الانطلاق، يزداد عدد البائعين ويبدأ السهم بالهبوط. ولا ننسى أن خطوط الدعم والمقاومة تتأثر بتحركات صنّاع السوق الذين يقومون دوماً بإعادة ترتيب مخزون الأسهم لديهم، فيبيعون إن كثرت لديهم الأسهم ويشترون إن نقصت، ويضطرون للبيع المُسبق إن تكاثرت عليهم طلبات الشراء، ويقومون بتغطية البيع المُسبق بالشراء عندما يكون المخزون لديهم سالباً.

والأفضل تسمية خطوط الدعم والمقاومة بمناطق الدعم والمقاومة تجنباً للتعامل معها بالسنت الواحد والدخول في مسائل هندسية دقيقة. فإذا قلنا منطقة دعم أو مقاومة فنعطي السهم مجالاً يتحرك فيه دون أن يعتبر خارجاً عن الدعم أو المقاومة. وعند رسم خط الدعم أو المقاومة فيفضل رسم خط عريض يغطي دولار أو دولارين ونسميه منطقة الدعم أو المقاومة.

انظر الشكل ١٢-٧ الذي يوضح الشكل العام لخطي الدعم والمقاومة.



الشكل ١٢-٧: خطا الدعم والمقاومة من أهم وسائل قراءة الرسوم البيانية للأسهم.

أسباب حدوث الدعم والمقاومة

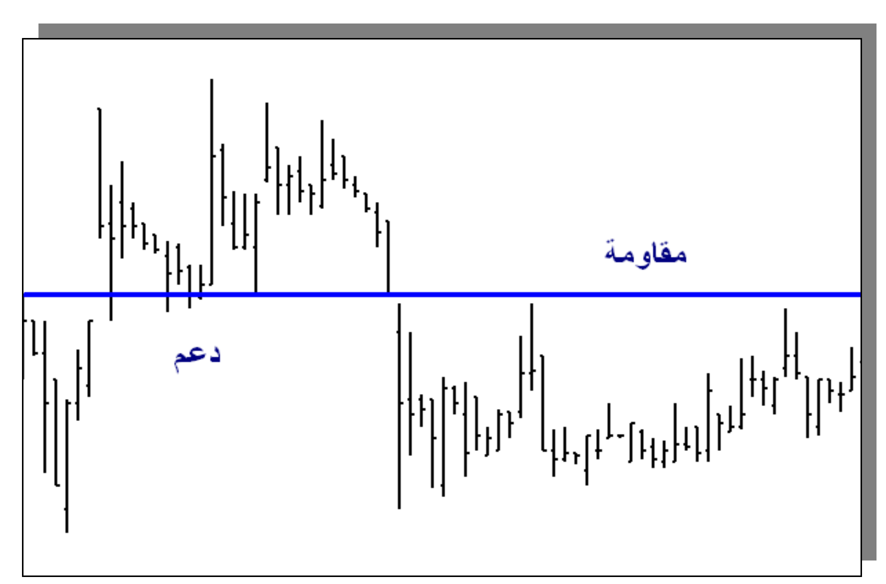
إلى جانب ما ذكر من أسباب عن تشكل خطوط الدعم والمقاومة، فهناك سبب نفسي آخر يساعد على ظهور الدعم والمقاومة وهو أنه في كثير من الأحيان عندما يقوم شخص بشراء سهم بسعر ٢٠ دولاراً، على سبيل المثال، وينخفض السهم بعد ذلك بأيام هابطاً إلى سعر ١٥ دولاراً، ومن ثم يأخذ بالارتفاع إلى أن يقترب مرة أخرى من سعر ٢٠ دولاراً، فنجد أن الشخص (بدوافع نفسية بحتة) قد يقرر البيع لأنه أخيراً استطاع أن يستعيد رأس ماله! فينخفض سعر السهم وتكون منطقة ٢٠ دولاراً منطقة مقاومة. أما الأسباب غير الفنية التي تساعد في تشكل الدعم والمقاومة فهي تعود لتقييم

المحللين الأساسيين الذين يمنحون السهم سعراً مستهدفاً معيناً (فيشكل هذا السعر منطقة مقاومة)، أو يجدون سعر السهم عادلاً ومناسباً للشراء (فيشكل هذا السعر منطقة دعم).

وبالإمكان تصور منطقة المقاومة على أنها سعر معين يوجد عنده كمية كبيرة من الأسهم معروضة للبيع، وهو ما يحدث بالفعل من قبل كبار المضاربين وصنّاع السوق. والأوقات التي يتجه فيها السهم نحو هذه المنطقة ويصطدم بالكمية المعروضة ويتراجع، يمكن تصورها على أنها مراحل يقوم فيها السهم بتكسير هذه الكمية المعروضة. وكلما عاد السهم مرة أخرى لهذه المنطقة فإنه يقوم بكسر المزيد من هذه الكمية، إلى أن يأتي وقت لا يجد السهم أمامه كثير من الأسهم المعروضة فينطلق إلى الأعلى ونقول أنه تجاوز منطقة المقاومة.

الدعم يصبح مقاومة والمقاومة تصبح دعماً

في كثير من الأحيان تصبح المقاومة دعماً والدعم يصبح مقاومة، وذلك عندما ينكسر السهم من منطقة دعم (فتصبح مقاومة في المستقبل)، أو يخترق منطقة مقاومة (فتصبح دعماً في المستقبل)، انظر الشكل ١٢-٨ الذي يبين هذه الظاهرة في حالة الانطلاق إلى الأعلى. والسبب يعود لكون منطقة الدعم القديمة تصبح مكاناً جديداً للمقاومة لأسباب نفسية، حيث يجد كثير من الناس أنه بسبب عدم صمود السهم عند هذا السعر في المرة الماضية، فمن المتوقع ألا يصمد هذه المرة، فيبيعون أسهمهم ويهبط السهم بالفعل.



الشكل ١٢-٨: ظاهرة تحول خط الدعم إلى خط مقاومة، وعكس ذلك يحدث في أحيان كثيرة، أي المقاومة تتحول إلى دعم.

من المهم ملاحظة أن منطقة الدعم تعتبر منطقة شراء، ومنطقة المقاومة تعتبر منطقة بيع. ولكن يجب الانتباه إلى أن الأفضل ألاّ يتم الشراء حتى يقترب السعر إلى منطقة الدعم ومن ثم يرتد إلى الأعلى، ذلك لأن شراءه وهو في اتجاه هابط غير صحيح، حيث من الممكن ألا يقف عند منطقة الدعم ويواصل الهبوط. ومنطقة المقاومة تعتبر منطقة بيع، ولكن لا يتم البيع حتى يتضح بالفعل أن السهم اصطدم بمنطقة المقاومة وبدأ بالنزول.

وقفة

أهم درس على المتداول تعلمه هو إيقاف الخسارة، ويتم ذلك بتحديد مكان بيع السهم قبل شرائه، ويستعمل في ذلك مناطق الدعم والمقاومة. فبدلاً من مجرد تحديد مكان بيع السهم عند خسارة ٥% أو ١٠% أو أي رقم آخر، الأفضل تحديد مكان البيع بالنظر إلى خارطة السهم وتحديد مكان الخروج عندما يكسر السهم منطقة الدعم بمقدار معين. ويتم تقدير ذلك بالنظر، ويراعى في ذلك أن يكون السهم قد أغلق يوم أو يومين تحت منطقة الدعم، وألاّ يكون هناك منطقة دعم قوية جديدة في المكان نفسه. إذ إنه من الممكن أن ينكسر السهم من منطقة دعم أولى لكنه يجد مكاناً آمناً قريب من هناك، فلا يكون البيع مناسباً في هذا الحالة.

وبالمثل في حالة قيام الشخص ببيع السهم قرب منطقة المقاومة، فعليه شراء السهم مرة أخرى فيما لو واصل السهم الصعود واخترق المقاومة. والتصرف في هذه الحالة لا يعتبر لإيقاف الخسارة بل لتدارك الربح.

أخيراً، من الطبيعي أن تكون المقاومة الطويلة أهم من المقاومة القصيرة، وهذا يعني أنه في حالة تجاوز السهم لمنطقة مقاومة استمرت عدة أشهر (على سبيل المثال)، فإن ذلك الانطلاق يأخذ أهمية كبيرة، ويجب ألاّ يباع السهم سريعاً لأن من المتوقع له أن يستمر بالصعود بعد تجاوز تلك المقاومة الحادة. بينما عندما تكون المقاومة قصيرة المدة فإن تجاوزها لا يعني شيئاً كثيراً ويؤخذ الانطلاق كعلامة شراء على المدى القصير. والشيء نفسه ينطبق على الدعم.

دراسة الانطلاق

يصبح السهم جذاباً إذا اخترق منطقة المقاومة متجهاً إلى الأعلى، ويُبتعد عنه إذا كسر منطقة الدعم. ولكن من المهم إدراك أن الانطلاق من منطقة مقاومة يجب أن يأتي مصحوباً بكمية تداول عالية ليكون مقنعاً، وإلا فلا يؤخذ به، لأن من الممكن أن يخرج السعر من المقاومة خروجاً وهمياً أو غير حقيقي. فنجد في حالات كثيرة أنه بعد الانطلاق بأيام قليلة يتراجع السعر باتجاه خط المقاومة السابق (الذي أصبح دعماً الآن). في مثل هذه الحالات، يتعين على المتداول اتخاذ القرار المناسب: إما الخروج من السهم خوفاً من رجوعه إلى منطقته القديمة، أو الاحتفاظ به طمعاً في مواصلته الصعود. الحل لهذه المعضلة يكمن في النظر إلى كمية التداول أثناء مرحلة العودة بعد الانطلاق: إن كانت كمية التداول ضعيفة، فذلك يدل على أن العودة ليست بعودة كبار المستثمرين، والأفضل البقاء في السهم، أو شرائه إن كان قد فات على المتداول شراؤه قبل الانطلاق. مثل هذه

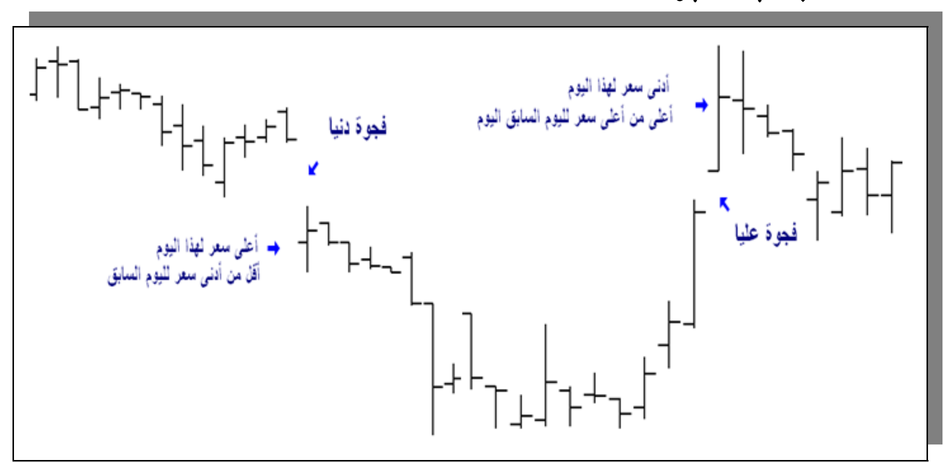
الظاهرة يمكننا تسميتها بظاهرة جني الأرباح، لأن الذي يحدث هنا هو قيام صغار المستثمرين بالبيع لتحقيق ربح حققوه، بينما كبار المستثمرين في الغالب يحتفظون بالسهم لمدة طويلة. أما إذا كانت كمية التداول عالية أثناء تراجع السهم، فقد ينكسر السهم وتكون الانطلاقة كاذبة.

وأفضل مكان للشراء هو بعد تراجع السهم واتجاهه نحو خط المقاومة السابق بكميات تداول ضعيفة، ومن ثم شراؤه بعد الارتداد إلى الأعلى. ومن الممكن شراء السهم على دفعات أثناء مرحلة التراجع هذه نظراً لأنه من غير الممكن معرفة وقت انتهاء التراجع ومواصلة الصعود.

فجوات السعر Price Gaps

عندما تحدث فجوة في السعر فذلك دليل على أن هناك حركة غير عادية للسهم، وهي من الأشياء التي ينظر إليها المحلل الفني بعين الاهتمام. ومن أهم أشكال الفجوات هناك الفجوة العليا (Upside Gap)، التي تحدث عندما يكون هناك انطلاق إلى الأعلى والخروج من منطقة اتجاه أفقي، أو مجرد بقاء السعر عند سعر أعلى من أعلى سعر حققه السهم في اليوم السابق. نرى في الشكل ١٢-٩ أن أدنى سعر للسهم في يوم الفجوة العليا كان أعلى من أعلى سعر حققه السهم في اليوم السابق.

وعكس هذه الفجوة ما يعرف بالفجوة الدنيا (Downside Gap)، والتي تحدث عندما يكون هناك انكسار في سعر السهم بحيث يكون أعلى سعر للسهم في يوم الفجوة أدنى من أدنى سعر حققه السهم في اليوم السابق. وكلا الفجوتين دليل على أن السهم بدأ بالانطلاق بشكل قوي ويستفاد من ذلك حسب اتجاه الفجوة.



الشكل ١٢-٩: الفجوة العليا والفجوة الدنيا تحدثان كثيراً، خصوصاً على الأعمدة اليومية وخلال اليوم الواحد، ويقل حدوثهما على الأعمدة الأسبوعية والشهرية، ويمكن الاستفادة منهما في معرفة حركة السعر.

فعند انطلاق السهم في اتجاه صاعد (Uptrend)، نجد أن هناك ثلاث فجوات تتكرر كثيراً:

- **فجوة الانطلاق**، والتي بسببها يخرج السهم من منطقة مقاومة أو عقب فتور لمدة طويلة.
- **فجوة المواصلة**، والتي تأتي في منتصف الاتجاه الصاعد وتكون دليلاً على أن السهم سيقطع مسافة تعادل المسافة التي قطعها حتى هذه النقطة، أي أن فجوة المواصلة تأتي في منتصف الاتجاه.
- **فجوة النهاية**، والتي تنذر بنهاية الاتجاه الصاعد، وتأتي في نهاية الاتجاه.

ويمكن أن تأتي فجوة انكسار (بدلاً من انطلاق) عندما يكسر السهم منطقة دعم ويبدأ الهبوط، وتكون هناك فجوة مواصلة للهبوط وفجوة نهاية، تماماً مثل ما يحدث في فجوة الانطلاق. ويبدو من التجارب أن طول الفجوة (مقدارها بالدولار) يكون كبيراً في فجوة الانطلاق، ومتوسطاً في فجوة المواصلة وقصيراً في فجوة النهاية، لذا فليس مستغرباً ألاّ تظهر هناك فجوة نهاية لأنها تكون صغيرة بأي حال من الأحوال.

يبين الشكل ١٢-١٠ ظهور بعض الفجوات في شركة [كيبل آند وايرلس]، حيث جاءت فجوة الانكسار الأولى عند حوالي ٦ دولارات، لتليها فجوة مواصلة للهبوط بدأت عند حوالي ٣,٤ دولار معلنة عن مزيد من الهبوط لم ينته إلاّ عند حوالي ٢,٢ دولار. بعد ذلك جاءت فجوة انطلاق جديدة لتعلن عن النهاية لذلك الاتجاه الهابط، ثم تأتي بعدها فجوة مواصلة مشيرة إلى مزيد من الصعود في المرحلة القادمة.

وأهم فائدة للفجوات هي أن الفجوات العليا تشكل في المستقبل مناطق دعم قوية للسهم، والفجوات الدنيا تشكل في المستقبل مناطق مقاومة قوية. على سبيل المثال، نرى في الشكل كيف أن فجوة الانكسار التي أعلاها عند ٦ دولارات وأسفلها عند حوالي ٤,٢٥ دولار، قد حاول السهم مرتين اختراقها إلى الأعلى لكنه في كل مرة يصطدم بمقاومة شرسة عند أسفلها. ونرى كذلك أن الجزء العلوي من فجوة مواصلة الانكسار شكّل مقاومة قوية للسهم بعد أن استعاد السهم عافيته بعد ذلك بشهرين (الرقم ٢ في الشكل). وأخيراً لاحظ كيف أن المنطقة الواقعة في أعلى فجوة الانطلاق (الرقم ١ في الشكل) قد شكلت مكاناً لدعم السهم استمر حوالي ثلاثة أشهر دون أن يُكسر. فعندما يقول بعض المحللين إن الفجوة لا بد أن تتعبأ، فالمقصود أنه بسبب كون الفجوة مكان دعم أو مقاومة فمن الطبيعي أن يتوقف السعر عندها، فيغلقها أحياناً وأحياناً يقف عند أعلاها أو أسفلها ولا يغلقها، فتشبّه حركة السهم في تلك الأثناء على أنها أوقات تعبئة للفجوة. ونجد غالباً أن فجوة النهاية تتم تعبئتها بسرعة، وأن الأوقات التي تتم فيها تعبئة فجوة المواصلة تكون أقل، ومن غير المستحب أن يعود السعر لتعبئة فجوة الانطلاق، كونها منطقة دعم قديمة ومن المفترض أن السعر قد غادرها بلا رجعة، ولكن إن عاد فإنها تكون منطقة دعم قوية.

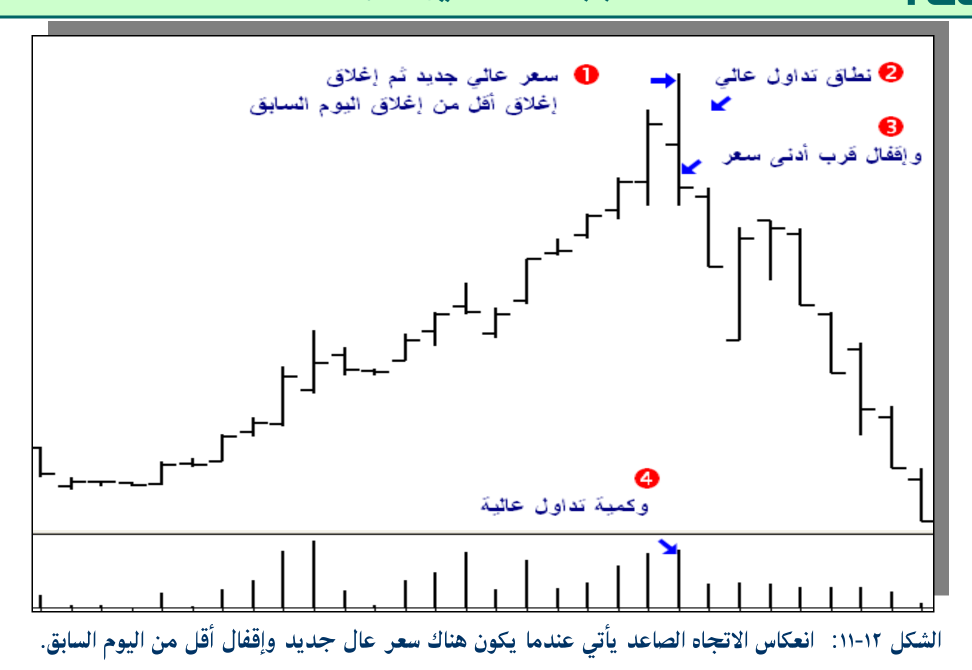


الشكل ١٢-١٠: مثال لدراسة الفجوات وكيفية الاستفادة منها.

انعكاس الاتجاه Price Reversal

من الحالات التي ينظر إليها المحلل الفني باهتمام تلك الأيام التي يحدث فيها انعكاس لاتجاه السهم. فعندما يكون الاتجاه الحالي صاعداً يأتي يوم معين يحقق فيه السهم سعراً عالياً نسبياً، ولكنه يغلق عند سعر أقل من اليوم الماضي، كما نرى في الشكل ١٢-١١. هنا قد يرى المحلل الفني أن الاتجاه قد بدأ بالانعكاس إلى اتجاه هابط ومن ثم يقرر الخروج من السهم أو بيعه بشكل مُسبق.

وعندما يكون الاتجاه الحالي هابطاً فقد يأتي يوم من خلاله يحقق السهم سعراً أدنى جديد، ولكنه يغلق عند سعر أعلى من اليوم الماضي، عندها قد يرى المحلل أن الاتجاه بدأ بالانعكاس إلى اتجاه صاعد ومن ثم يقرر الشراء أو الشراء لتغطية بيع مُسبق. ولكي يأخذ انعكاس الاتجاه مصداقية أعلى، فمن الأفضل أن تكون كمية التداول لذلك اليوم أعلى بكثير من المعتاد، وأن يكون نطاق التداول خلال اليوم كبيراً (أي يكون العمود طويلاً لذلك اليوم)، ويكون الإغلاق في أسفل العمود. ونظراً لطبيعة التحليل الفني، حيث إنه فن أكثر مما هو علم، فهناك حالات كثيرة تبدو كأنها حالات انعكاس مضمونة، ولكن في اليوم التالي يخالف السهم التوقعات ويتجه حسب الاتجاه السابق. لذا فمن الأفضل للمضارب الحذر ألاّ يتخذ القرار حتى اليوم التالي عندما تتضح ملامح الانعكاس.



الشكل ١٢-١١: انعكاس الاتجاه الصاعد يأتي عندما يكون هناك سعر عال جديد وإقفال أقل من اليوم السابق.

حساب نسب الانطلاق والانكسار

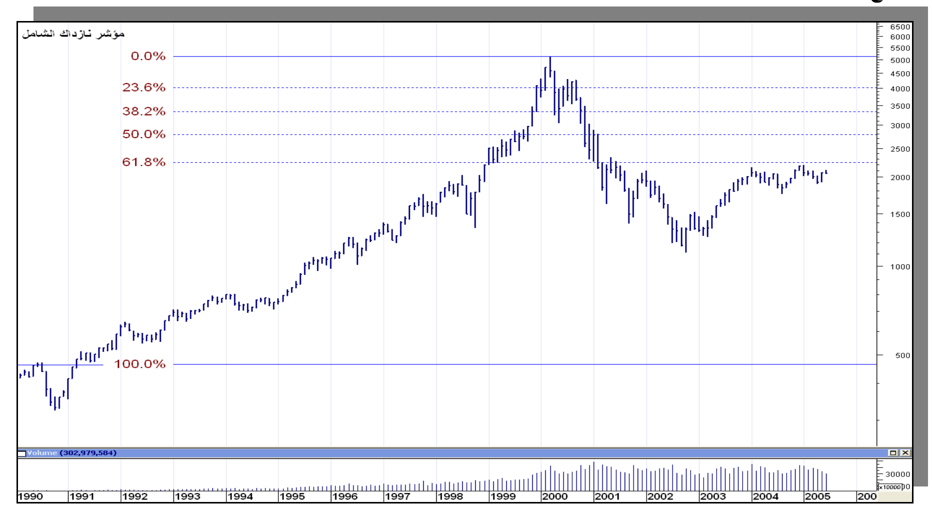
هناك طريقة لحساب مقدار الانكسار والانطلاق التي من المتوقع أن يحققها السهم بعد خروجه من مساره الذي كان فيه. فلو أن السهم ارتفع بمقدار ٣٠ دولاراً خلال مدة معينة وبدأ بالهبوط، فإننا نستطيع استخدام ما يعرف بنسب فيبوناتشي Fibonacci لتقدير حدة الانكسار ومناطق الأسعار التي نعتقد أن السهم قد يقف عندها. كذلك في حالة الانطلاق من مقاومة، فنستطيع تقدير أقوى المناطق التي قد تشكل مقاومة للسهم في صعوده.

علينا أولاً التعرف على أرقام فيبوناتشي ومن ثم نرى كيف نستفيد منها في تحديد نسب الانطلاق والانكسار. أرقام فيبوناتشي هي الأرقام ٠، ١، ١، ٢، ٣، ٥، ٨، ١٣، ٢١، ٣٤، ٥٥، ٨٩، وهكذا بحيث إن كل رقم عبارة عن مجموع الرقمين السابقين (١= ٠+١ و ١٣=٥+٨ وهكذا). وقد وجد أن هذه الأرقام ترمز إلى جوانب كثيرة في الحياة، وهذه حقيقة علمية هامة ليس لها علاقة بتحليل الأسهم، فمثلاً وجد إن تكاثر الحيوانات وعدد أوراق الأزهار وعدد البقع الشمسية وتركيبة الأهرامات وغيرها من الظواهر تتبع هذه الأرقام، وفي ذلك فائدة علمية كبيرة بسبب سهولة إجراء العمليات الحسابية على هذه الأرقام. ولكن تبين لمحللي الأسهم إنه بالإمكان الاستفادة من هذه الأرقام في تحليل حركة الأسهم، حيث إن الأسهم تعتبر ظواهر طبيعية شأنها في ذلك شأن الحيوان والنبات وغيرها.

هناك عدة استخدامات لهذه الأرقام، منها أن الأيام التي تصادف كونها أحد أرقام فيبوناتشي فإنها تؤدي إلى تصحيح كبير في حركة السهم أو انطلاقة كبيرة (وهذا الاستخدام في رأيي ضعيف وليس له أهمية تذكر). أما الاستخدام الآخر فهو مبني على العلاقة بين الأرقام، والتي تبين أن النسبة بين أي رقم والرقم الذي بعده دوماً تساوي ٦١,٨ %، وبقية الأرقام كذلك لها نسب ثابتة، وذلك بعد أن نتجاوز الأرقام الأولى. على سبيل المثال، الرقم ٢١ يساوي ٢٣,٦% من الرقم ٨٩، ويساوي ٣٨,٢% من الرقم ٥٥، ويساوي ٦١,٨ % من الرقم ٣٤، وهكذا. وهذه النسب ثابتة وتسمى نسب فيبوناتشي وتفيد في تقدير الانطلاق والانكسار.

لذا يمكننا القول بأن السهم بعد الانكسار سيتساقط وفقاً لهذه النسب، أي أن أول دعم للسهم سيكون بعد أن يخسر ٢٣,٦% مما حققه من ارتفاع، ومن ثم هناك دعم قوي نوعاً ما عند ٣٨,٢% ودعم أقوى عند ٦١,٨ %، وإن لم يقف عند هذه النسبة الأخيرة فمن المتوقع أن يواصل الهبوط إلى أن يخسر ١٠٠% من طول الارتفاع الذي حققه.

في الشكل ١٢-١٢ نجد أن مؤشر [نازداك] قد خسر أكثر من ٦١,٨ % من الارتفاع الذي حققه في التسعينات، لذا نجد أنه استمر في الهبوط، وصحيح أنه لم يهبط إلى حوالي ٥٠٠ نقطة كما هو متوقع، إلا أن منطقة ٦١,٨ % تشكل منطقة مقاومة قوية للمؤشر بعد أن كسرها هبوطاً.

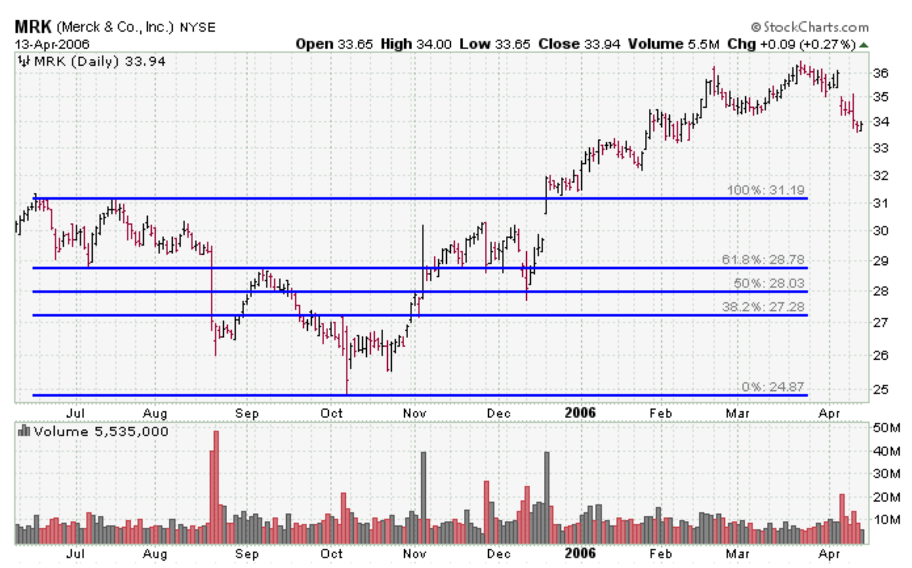


الشكل ١٢-١٢: حسب نسب فيبوناتشي، مؤشر [نازداك] يواجه مقاومة قوية عند حوالي ٢٢٠٠ نقطة، وقد لا يتجاوزها قبل انهيار تاريخي يقود المؤشر إلى حوالي ٥٠٠ نقطة!

ويمكن تطبيق هذه النسب على أي سهم، ويتم ذلك باختيار المكان الذي يعتقد المحلل بأنه بداية الانطلاق للاتجاه، وتقاس المسافة من هذا المكان إلى أعلى قمة وصل إليها السهم، ويكون هذا هو طول الاتجاه الذي تحسب نسب الانكسار بناءً عليه، كما في الشكل ١٢-١٣ والشكل ١٢-١٤.



الشكل ١٢-١٣: بداية الانطلاق (١) هي مكان بداية حساب نسب فيبوناتشي، ونزول السهم وقف قرب خط ٦٢% (٢)، ومحاولة العودة تصطدم بمقاومة القمة الأولى، وعدم قدرة السهم الحفاظ على منطقة ٦٢% تؤدي إلى خسارة ١٠٠% من الصعود (٣)، ويكون خط ٦٢% منطقة مقاومة جديدة.



الشكل ١٢-١٤: بعد أن هبط السهم من أعلى سعر له في يوليو وأغسطس ووصل القاع في أكتوبر عند سعر ٢٤,٨٧ دولار، بدأ بالصعود وحافظ على مستوى ٦١,٨% ومن ثم استعاد ١٠٠% من خسارته. بعد ذلك انطلق السهم بمقدار حوالي ٦١% من طول منطقة الهبوط (٣١,٩ دولار – ٢٤,٨٧ دولار) قبل أن يتراجع..

أمثلة لتضاريس الخارطة



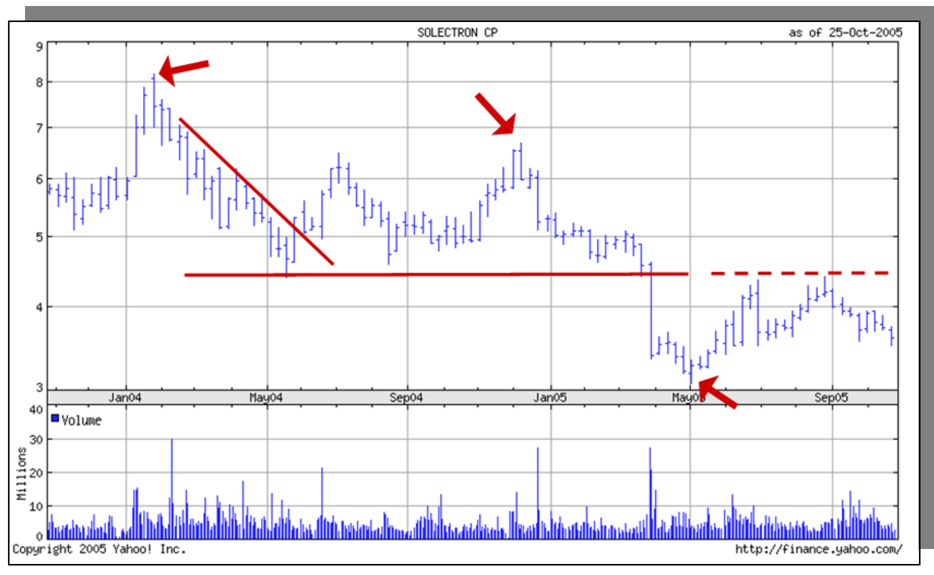
الشكل ١٢-١٥: اتجاه هابط في بداية الشكل ينتهي بيوم انعكاس في ٢٤ مايو، ومن ثم خط دعم قوي يأتي في مكان فجوة الانطلاق قرب ١٠ دولارات في ٢٥ مايو.



الشكل ١٢-١٦: فجوة نهاية (١) من اتجاه صاعد سابق، وخط دعم (٢) ينتهي بفجوة انكسار (٣) بكمية تداول عالية، ثم فجوة مواصلة للانكسار (٤) تصبح منطقة مقاومة لاحقاً، ونهاية النزول بيوم انعكاس قوي وواضح (٥).



الشكل ١٢-١٧: اتجاه صاعد ثم انكسار مع كمية تداول عالية، وخط دعم كُسر بعد ذلك بكمية تداول عالية في أقصى يمين الشكل.



الشكل ١٢-١٨: استعمال الأعمدة الأسبوعية يعكس وضع السهم بشكل أوضح. هنا الأسهم تشير إلى أسابيع انعكاس للاتجاه الصاعد (سعر عالٍ جديد وإغلاق أقل من الأسبوع السابق)، ثم أسبوع عاكس للاتجاه الهابط في ١ مايو. كذلك نرى خط النزول في الجهة اليسرى وكسر خط الدعم في أبريل ٢٠٠٥م والذي أصبح مقاومة فيما بعد.

النماذج السعرية

تعرفنا على أشكال خارطة السعر، وكيف أنه يمكن رسم حركة السعر على شكل خط أو عمود أو شمعة، وتعرفنا على تضاريس الخارطة وأهمية خطوط الدعم والمقاومة وكيفية تحديد الاتجاه الصاعد والهابط، ووجدنا أن يوم الانعكاس يعطي دلائل مبكرة على تغير الاتجاه قبل أن يتضح ذلك من خلال خط الاتجاه نفسه. كذلك عرفنا أن نسب فيبوناتشي تُستخدم لتحديد مقدار الانكسار والانطلاق، وهكذا. أما الآن فنتجه لدراسة جانب آخر من حركة الأسهم، وهو الجانب المعني بنماذج السعر التي هي عبارة عن مسارات تأخذ أشكالاً معينة عند حدوثها. ومن خلال التجارب والرصد طوال سنوات كثيرة اتضح أن هذه النماذج في الواقع تتشكل نتيجة العراك المستمر لقوى العرض والطلب، وبذلك فهي تبين تصرف المتداولين ويمكننا الاستفادة منها وما توحي به.

نموذج الراية Flag

من أكثر النماذج حدوثاً نجد نموذج الراية (أو العلَم)، ويسمى بذلك لأنه يشبه الراية المرفوعة على عمود (الشكل ١٢-١٩)، وهو من النماذج التي يواصل فيها السهم رحلته السابقة أياً كانت (صعوداً أم هبوطاً). فهو عبارة عن منطقة راحة وتزود بالوقود قبل مواصلة المشوار، أو يمكن تفسيره على أنه منطقة تصحيح لمسار السهم بعد صعود حاد أو هبوط حاد[٢]. ولا تستمر الراية طويلاً، فتجدها لا تزيد عن مدة شهر في الخارطة اليومية، ويقدر السعر المستهدف بعد الخروج من منطقة الراية بأنه يعادل طول عمود الراية. أي نقوم بقياس المسافة من أعلى الراية إلى بداية الاتجاه الحالي للسهم، ومن ثم نتوقع ألاّ يواجه السهم أي مقاومة قوية قبل أن يقطع طول هذه المسافة، ابتداءً من منطقة الخروج من الراية وإلى الأعلى.

ملاحظة

من المهم مراقبة كمية التداول في جميع النماذج من أجل معرفة الاتجاه المحتمل بعد الخروج من النموذج. على سبيل المثال، في نموذج الراية ذكرنا أن الاتجاه سيواصل المسار السابق، ولكننا لا نستطيع الجزم بذلك، فنلجأ إلى مراقبة كمية التداول داخل الراية. فإذا اكتشفنا أن كمية التداول تزداد في الأيام التي يكون فيها السهم مرتفعاً، وتنخفض في الأيام التي يكون فيها السهم هابطاً، عندها نتوقع بنسبة نجاح عالية أن السهم سيتجه إلى الأعلى بعد اكتمال النموذج. أما لو حدث العكس فقد يكون من المحتمل هبوط السهم حتى وإن كان النموذج يشير إلى اتجاه آخر.

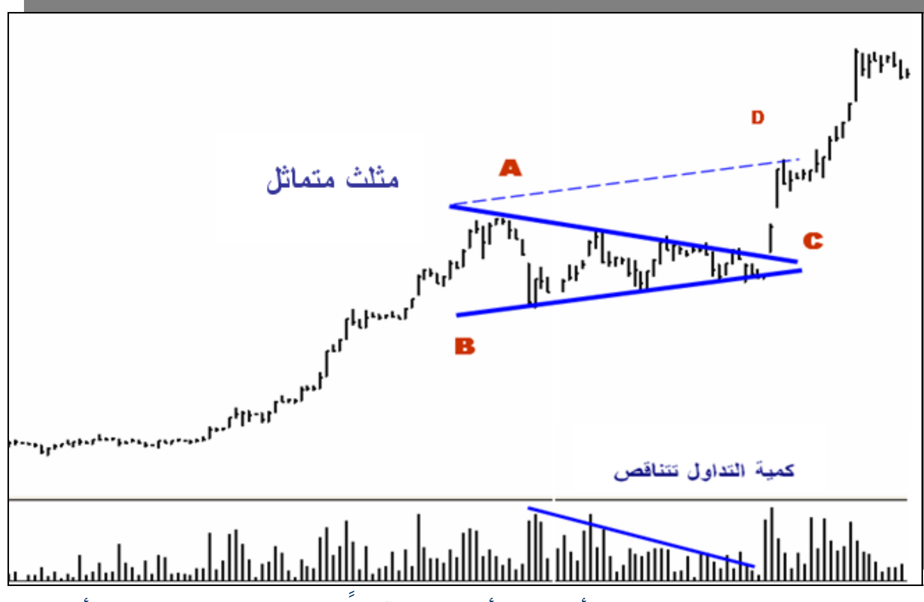
2 إذا كان الاتجاه هابطاً، تأتي الراية مائلة إلى الأعلى، بدلاً من إلى الأسفل، وتؤدي إلى مواصلة الهبوط.



الشكل ١٢-١٩: نموذج الراية عبارة عن منطقة تصحيح قصيرة يواصل بعدها السهم مسيرته السابقة.

المثلثات Triangles

هناك نماذج تسمى المثلثات، وهي عبارة عن الشكل الذي ينتج عندما يأخذ السعر قسطاً من الراحة بعد فترة اتجاه صاعد أو هابط للسهم. وتأتي هذه النماذج بثلاثة أشكال، أحدها الموضح في الشكل ١٢-٢٠، ويسمى المثلث المتماثل، والشكل الثاني هو المثلث الهابط ويختلف عن المتماثل فقط في أن الخط (B-C) يأتي أفقياً، لا مائلاً كما في الشكل. أما النوع الثالث فهو المثلث الصاعد، ويختلف عن المتماثل في أن الخط (A-C) يأتي أفقياً، لا مائلاً كما في الشكل. الشيء المهم في هذه النماذج هو أن تفسيرها واحد وهو إن السهم يدخل في منطقة المثلث وتبدأ كمية التداول بالتناقص إلى أن يصل السعر إلى ما قبل النقطة C، ومن ثم ينطلق حسب الاتجاه السابق. أي أن السهم يواصل ما كان يقوم به من قبل: إن كان في اتجاه صاعد، فسيواصل الصعود، وإن كان في اتجاه هابط فسيواصل الهبوط. وعند حدوث الانطلاقة فإن السهم يواصل اتجاهه الصاعد ويقطع مسافة لا تقل عن طول الخط A-B، يتم حسابها من مكان الخروج من المثلث، أي نحو النقطة D في الشكل. وكما في بقية النماذج يفضل دائماً الانتظار حتى يخرج السهم من منطقة المثلث قبل اتخاذ القرار، وذلك للتأكد من الاتجاه الذي سيسلكه السهم بعد الخروج. كذلك يمكن مراقبة الكمية كما ذكرنا قبل قليل للتنبؤ بالوجهة المحتملة للسهم بعد الخروج من المثلث.



الشكل ١٢-٢٠: نموذج المثلث المتماثل يأتي نتيجة أخذ السعر قسطاً من الراحة بعد اتجاه صاعد (أو هابط)، ويؤدي غالباً لمواصلة الاتجاه بانطلاقة تبدأ قبل اكتمال رأس المثلث (عند النقطة C)

نموذج الرأس والكتفين Head-and-Shoulders

يعتبر هذا النموذج من أهم نماذج الأسعار التي يجب التركيز عليها عطفاً على المصداقية العالية التي يحظى بها، وكذلك لخطورته البالغة، حيث إنه يشير إلى انعكاس الاتجاه إلى الأسفل، الأمر الذي يحسب له المضاربون عادة ألف حساب. يبين الشكل ١٢-٢١ الشكل العام لنموذج الرأس والكتفين، حيث نرى سعر السهم قد رسم شكل رأس إنسان في الوسط وحوله كتفين. وغالباً تكون أعلى نقطة على الكتف الأيسر تساوي أعلى نقطة على الكتف الأيمن، أو قريبة من مستواها، وأدنى نقطة على الكتف الأيسر تساوي أدنى نقطة على الكتف الأيمن، أو قريبة من مستواها. وهاتان النقطتان الأخيرتان تمثلان خط الرقبة، والذي ليس بالضرورة أن يأتي على شكل خط أفقي، بل قد يأتي مائلاً بعض الشيء. وكما هو الحال مع بقية الأشكال فإن كمية التداول مهمة جداً، حيث تكون مرتفعة عند الكتف الأيسر، ومتوسطة عند الرأس وضعيفة عند الكتف الأيمن.

من المهم ألاّ يخطئ المحلل في فهم المقصود من نموذج الرأس والكتفين، حيث إن الهدف هنا ليس محاولة التنبؤ بانبثاق النموذج عندما نرى ظهور الرأس، بل إن ما نود معرفته هو ما إذا كان النموذج قد اكتمل أم لا، ولا يمكننا معرفة ذلك حتى يكتمل الكتف الأيمن ويكون هناك إقفال بسعر أقل من خط الرقبة، عندها نكتشف أن ما لدينا هو في الواقع نموذج الرأس والكتفين، وبالتالي فإن

السعر قد يبدأ بالانحدار. ويزداد احتمال الانحدار وبالتالي انعكاس الاتجاه عندما تكون كمية التداول أسفل خط الرقبة عالية.

وعلى أقل تقدير نتوقع أن يهبط السهم بعد كسر خط الرقبة بطول مسافة الخط القائم من قمة الرأس إلى خط الرقبة. أي في هذا المثال نجد أن الارتفاع من قمة الرأس إلى خط الرقبة حوالي ٤ دولارات (من ١٤ إلى ١٠ دولارات)، لذا نتوقع أن يهبط السهم من ١٠ دولارات إلى حوالي ٦ دولارات على الأقل.



الشكل ١٢-٢١: نموذج الرأس والكتفين من أشهر النماذج المتبعة في قراءة خارطات الأسهم، وهو نموذج يعكس الاتجاه الصاعد إلى اتجاه هابط.

بالنسبة للمدة الزمنية التي يكتمل فيها نموذج الرأس والكتفين فهي ممكن أن تحدث في أي فترة زمنية، إلا أن كثيراً من المحللين يرى أن الفترة تكون عادة بحدود ثلاثة أشهر على خارطة الأعمدة اليومية، وذلك من بداية ظهور الكتف الأيسر وحتى اكتمال الكتف الأيمن[٣].

[3] المدة الزمنية هنا تعتبر نسبية، وغالباً عندما يتحدث المحللون الفنيون عن مدة ثلاثة أشهر فالمقصود مدة ثلاثة أشهر في خارطة فيها مدة كل عمود تساوي يوماً واحداً، والمعروف أن النماذج بشكل عام تحدث في أي خارطة زمنية، حتى لو كانت خارطة يوم واحد بأعمدة خمس دقائق، أو أعمدة دقائق.

أما في حالة حدوث هذا النموذج بشكل مقلوب فيعد ذلك علامة إيجابية تعكس الاتجاه الهابط ويمكن شراء السهم فيها، أي عندما نرى الرأس إلى الأسفل وقد اكتمل رسم الكتفين، فيكون ذلك دليلاً إيجابياً للشراء.

نموذج القاعين ونموذج القمتين

نموذج القاعين، أو حرف W أو Double Bottom، يتشكل عندما يتجه السعر إلى حدٍ أدنى مرتين ويعاود الصعود في كل مرة، مع نزول السعر في المرة الثانية إلى قرب القاع الأول، وأحياناً يكون هناك شكل عروة بعد اكتمال النموذج، والتي إن صادف في نهايتها زيادة في كمية التداول فهي دليل قوي على بداية انطلاق السهم (الشكل ١٢-٢٢). وتقدر رحلة السهم بعد الانطلاق بطول المسافة من أقل قاع إلى المنطقة الواقعة في وسط النموذج، أي أن السهم يقطع مسافة لا تقل غالباً عن هذه المسافة. ويأخذ الشكل مصداقية أعلى عندما تكون هناك مسافة طويلة نسبياً بين القاعين (مثلاً مدة شهر أو أكثر على خارطة الأعمدة اليومية)، وعندها نتوقع بنسبة احتمال عالية أن النموذج بالفعل نموج القاعين العاكس للاتجاه. ومن المهم ملاحظة كمية التداول في هذا النموذج، والتي يجب أن تكون عالية عند القاع الأول وضعيفة أو متوسطة عند القاع الثاني، ولا يعتبر النموذج قد اكتمل حتى يكون هناك انطلاق إلى أعلى المنطقة الواقعة بين القاعين (وسط حرف الـ W).



الشكل ١٢-٢٢: نموذج حرف W يأتي ليعكس الاتجاه الهابط، وليس بالضرورة أن يتساوى القاعين فيه.

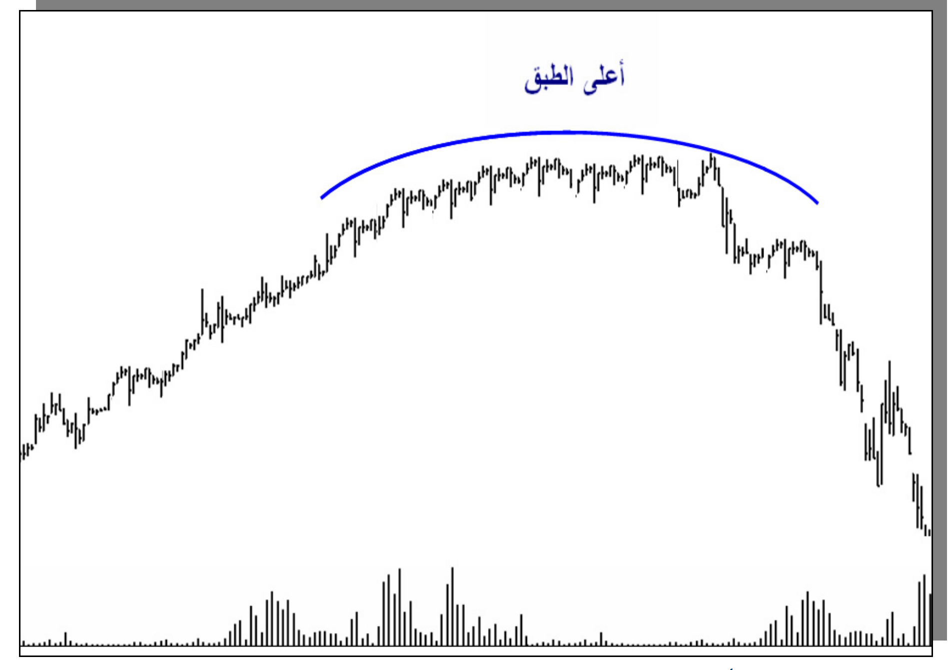
وعكس هذا النموذج هناك نموذج القمتين، أو حرف M، أو Double Tops، والذي يأتي بعد اتجاه صاعد فتظهر القمة الأولى نتيجة الشراء المستمر للسهم، ويتناقص السعر بعد ذلك مباشرة ليعيد الكرّة مرة أخرى ويصل إلى قرب منطقة القمة الأولى بكمية ضعيفة أو متوسطة، ومن ثم يبدأ بالهبوط. ويكون قد اكتمل النموذج عندما يكسر السعر المنطقة الوسطى لحرف M بكمية تداول عالية. ويقدر هبوط السهم بعد الانكسار، على أنه يساوي، على الأقل، طول المسافة من أعلى قمة إلى منطقة وسط النموذج.

وهناك أنواع أخرى من نماذج القمتين والقاعين تسمى نماذج آدم وحواءِ Adam and Eve، ولا تختلف في تفسيرها عما رأيناه هنا،بل هي مجرد وصف لنموذج القمتين أو القاعين حسب شكل كل قمة أو قاع. على سبيل المثال، إذا جاءت القمة (أو القاع) حادة بعض الشيء وكمية التداول فيها عالية فتسمى آدم. وإذا كانت القمة (أو القاع) أقل حدة، أي أن السعر يبقى قرب نفس المكان لعدة أيام وكمية التداول أثناءها متوسطة أو ضعيفة، فتسمى حواء. وبغض النظر عن التسمية، فإن هذه النماذج تعكس الاتجاه السابق وتكتمل بعد كسر المنطقة الواقعة بين القمتين أو القاعين.

نموذج الطبق Saucer Patterns

هناك ما يعرف بنموذج أعلى الطبق (Saucer Top)، وهو من النماذج العاكسة للاتجاه، الشكل ١٢-٢٣. يشبه هذا النموذج الطبق المقلوب، فتجد السعر في أعلى الاتجاه يأتي على شكل منحنى يميل إلى الأسفل، ويلاحظ فيه أن كمية التداول تزداد أولاً مع ارتفاع السعر، وهذا أمر طبيعي، ولكنها سرعان ما تبدأ بالانخفاض عند بلوغ السعر أعلى درجاته، وهنا نقول بأن كمية التداول بدأت بالنضوب لعدم وجود من يرغب الشراء أو البيع، وتزداد كمية العرض على الطلب وتبدأ كمية التداول بالازدياد مع هبوط السعر. مرة أخرى نؤكد على أهمية قراءة كمية التداول مقارنة بالسعر بشكل جيد لما لذلك من دلائل على قوى العرض والطلب ومدى تفوق الواحد على الآخر.

وبالإمكان قلب نموذج أعلى الطبق ليصبح نموذج قاع الطبق، والذي له خصائص نموذج أعلى الطبق نفسها من ناحية زيادة كمية التداول عند هبوط السعر أو صعوده، ونقصها عند ركود السعر عند أدنى حد له، وهو بالطبع نموذج عاكس للاتجاه الهابط.



الشكل ١٢-٢٣: نموذج أعلى الطبق يتشكل مع ارتفاع في السعر مصحوب بتزايد في كمية التداول، ثم اعتدال السعر وهبوطه مع تزايد في كمية التداول.

نموذج الفنجان بعروة Cup-with-Handle

يعتبر نموذج الفنجان (أو الكوب أو القدح) بعروة من النماذج العاكسة للاتجاه الهابط، فيتعين على من لا يملك السهم التفكير بالشراء عند ظهور النموذج ومن يملك السهم الاحتفاظ به مدة أطول، ومن باع السهم مُسبقاً فقد يقرر الشراء لتغطية الوضع المُسبق لديه. ويكتمل نموذج الفنجان بعروة من ثلاثة إلى ستة أشهر (على خارطة الأعمدة اليومية)، وهو يبدو كشكل فنجان قهوة بعروة عندما ينظر إليه من الجانب، كما يتضح في الشكل ١٢-٢٤. وتكون كمية التداول عند أطراف الفنجان مرتفعة وتقل عند قاع الفنجان. وسبب قلة التداول عند القاع يعود إلى عدم مشاركة معظم المالكين للسهم في عمليات البيع التي أدت إلى هبوط السهم في الفترات الماضية إلى أن وصل إلى قاع الفنجان. ويتأكد ظهور نموذج الفنجان بعروة وانعكاس الاتجاه إلى الأعلى عندما يكون هناك إقفال في نهاية العروة (مكان السهم الظاهر في الشكل) مصحوباً بكمية تداول عالية.

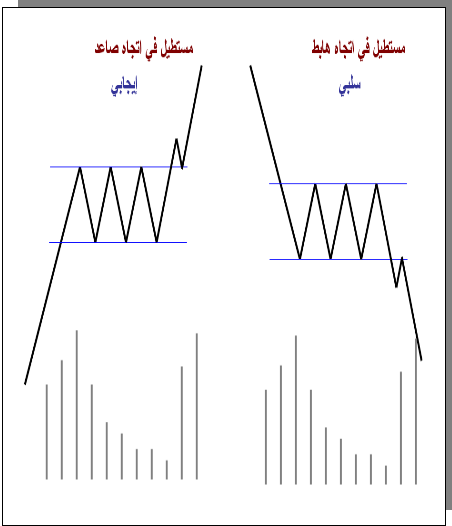


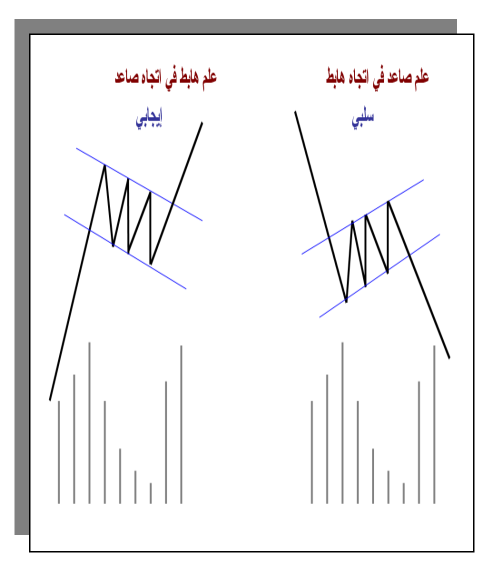
الشكل ١٢-٢٤: نموذج فنجان بعروة يشير إلى انطلاق محتمل بعد اكتمال العروة وبكمية عالية.

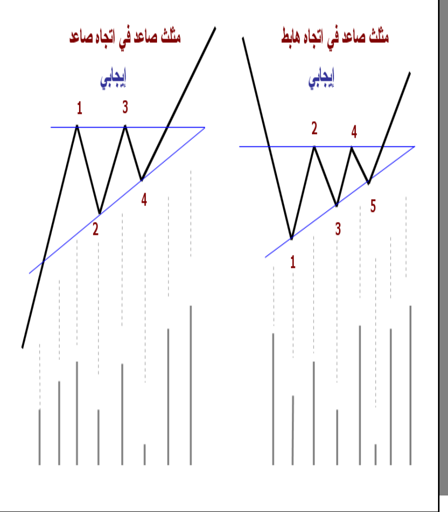
وهناك نماذج أخرى شبيهة بما ذكر هنا، تجد بعضاً منها في ملخص النماذج على الصفحات التالية، منها على سبيل المثال نموذج المستطيل (وهو شبيه بالراية) ونماذج الشريحة (أو الوتد) وهي شبيهة بالمثلثات.

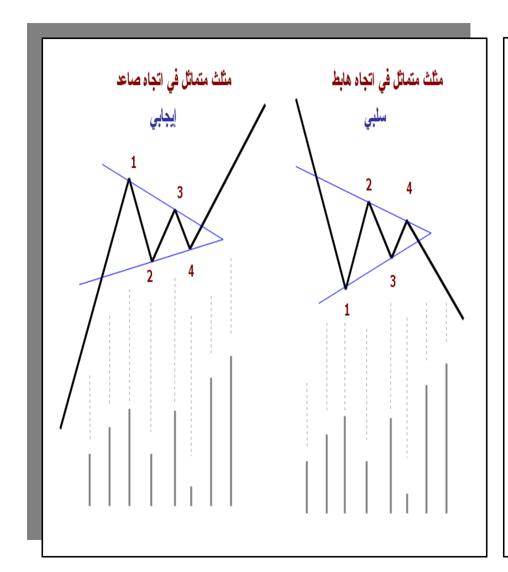
وأخيراً تجد في الصفحة ٢٦٢ بعض الأمثلة لكيفية اكتشاف النماذج والاستفادة منها.

مختصر النماذج ٥/١



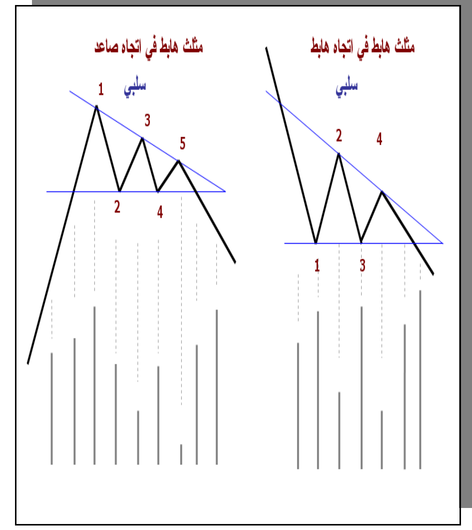


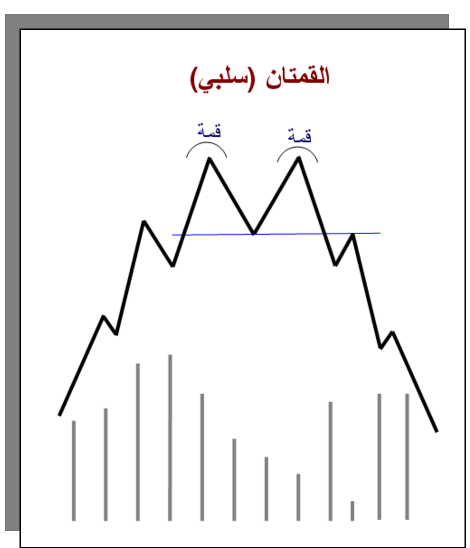


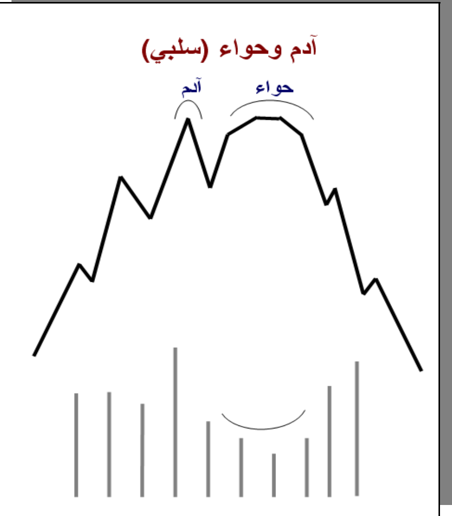


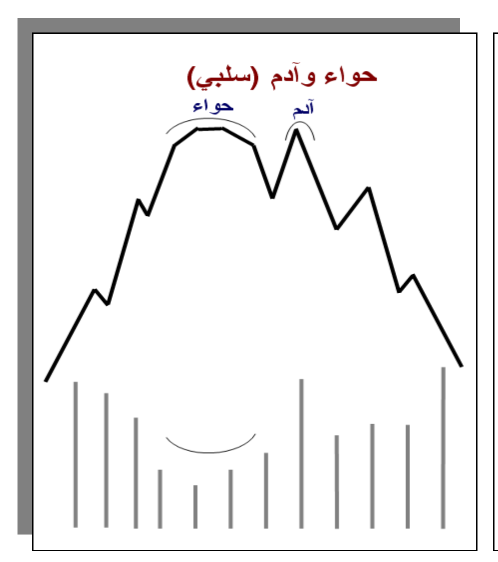
الشكل ١٢-٢٥: نماذج المستطيل والعلم والمثلث، مع ايضاح لوضع كمية التداول في كل نموذج.

مختصر النماذج ٥/٢





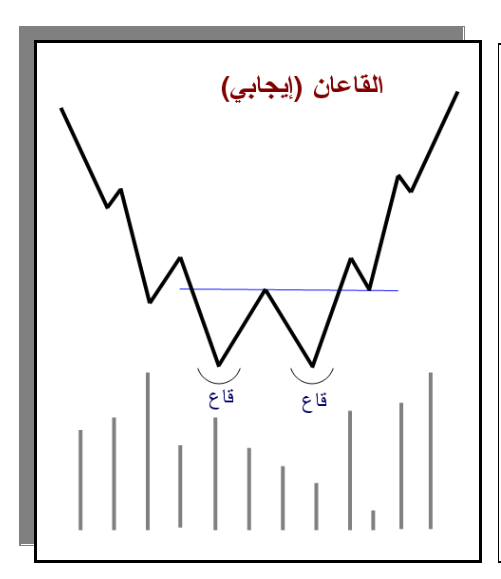


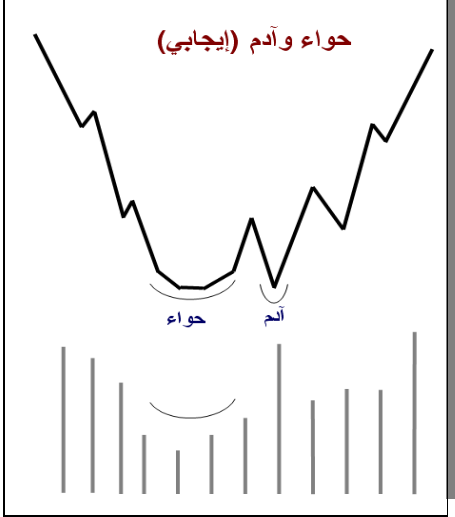


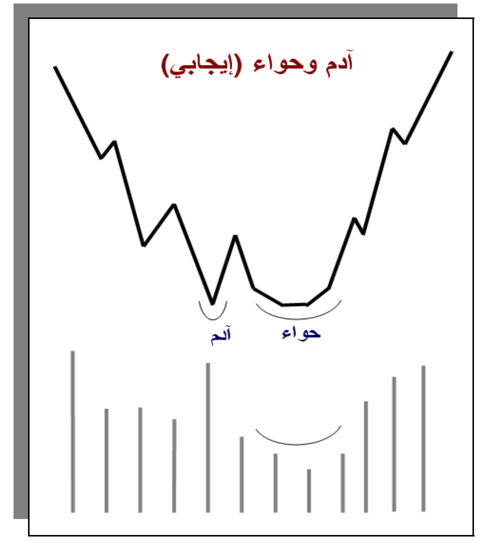
الشكل ١٢-٢٦: نموذج المثلث الهابط ونموذج القمتين العادي ونموذج القمتين على شكل آدم وحواء.

مختصر النماذج ٣/٥







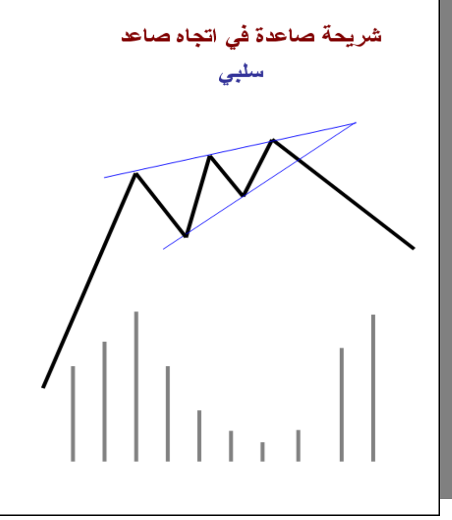


الشكل ١٢-٢٧: نموذج فنجان بعروة ونموذج القاعين العادي ونموذج القاعين على شكل آدم وحواء.

مختصر النماذج ٤/٥







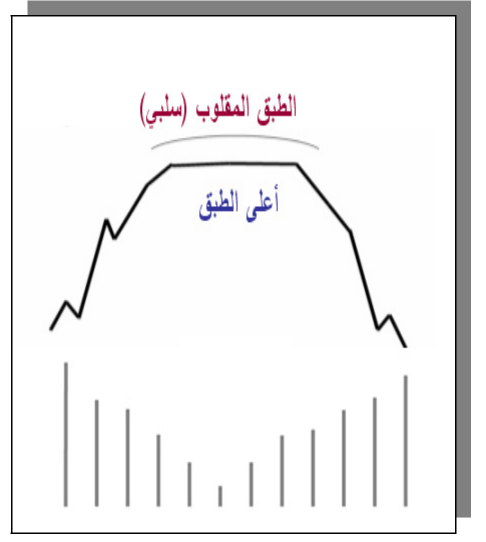


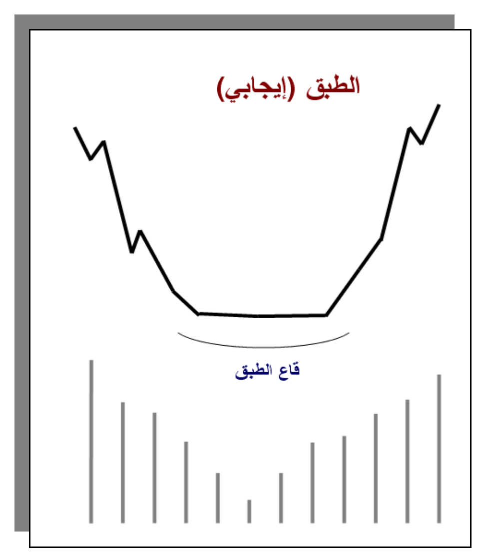
الشكل ١٢-٢٨: نموذج الشريحة (أو الوتد) السلبي والايجابي.

مختصر النماذج ٥/٥







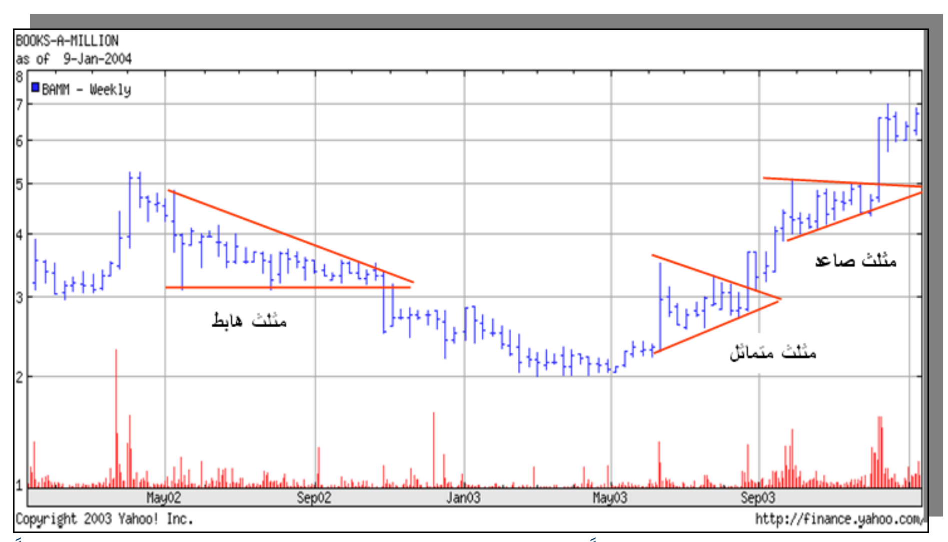


الشكل ١٢-٢٩: نموذج الرأس والكتفين السلبي والايجابي، والمثل بالنسبة لنموذج الطبق.

أمثلة للنماذج السعرية



الشكل ١٢-٣٠: نموذج الرأس والكتفين اكتمل بكسر خط الرقبة بفجوة وظهور فجوة مواصلة لم تغلق، وبعدها واصل السهم الهبوط ولم يرجع حتى أكتوبر ٢٠٠٥م.



الشكل ١٢-٣١: المثلث الهابط يؤدي غالباً إلى هبوط ويصبح مكان الخروج من المثلث، منطقة مقاومة مستقبلاً، بعد ذلك أدى المثلث المتماثل إلى صعود بكمية تداول عالية وكذلك المثلث الصاعد أدى إلى صعود قوي.



الشكل ١٢-٣٢: مثلث هابط (١) ينتهي بنموذج القاعين العاكس للاتجاه (٢) و (٣)، ثم خط مقاومة قوي (٤) يُكسر لاحقاً بكمية تداول عالية.

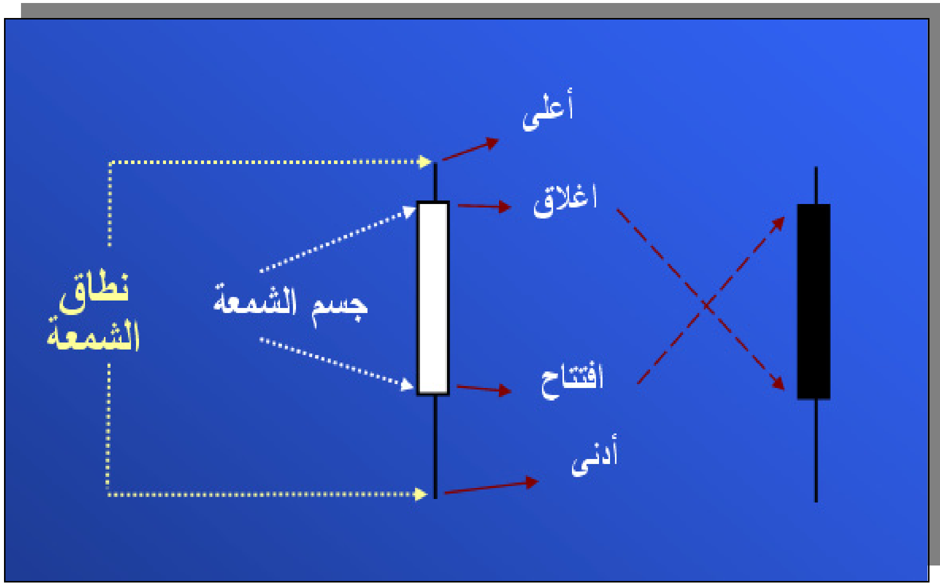


الشكل ١٢-٣٣: فجوة انطلاق تصبح في الأيام التالية منطقة دعم (١)، يُكسر بعد ذلك مكان الفجوة ويصبح مقاومة ثم يظهر نموذج القاعين (٢) ليُنهي النزول ويكتمل النموذج بانطلاق قوي، يليه مثلث صاعد (٣) ثم نموذج رأس وكتفين (٤) وكسر خط الرقبة بقوة.

الشموع اليابانية Japanese Candlesticks

يتعامل الكثير من المضاربين باستمرار مع الشموع اليابانية ويبنون قراراتهم بشكل كبير عليها، وهناك من يستخدمها فقط كطريقة لعرض السعر بدلاً من عرضه على شكل خط أو على شكل أعمدة، وذلك لإظهار حركة السهم بشكل أفضل. ويعود استخدام الشموع اليابانية لأكثر من ٤٠٠ سنة حيث كانت عائلة هونشو التي تعمل في تجارة الأرز تقوم برصد الأسعار باستخدام هذه الطريقة، وقبل حوالي ٢٥ عاماً أدخل ستيف نايسون هذه الطريقة إلى مجال التحليل الفني في أمريكا، والآن لا يخلو برنامج للتحليل الفني منها.

يبين الشكل ١٢-٣٤ مكونات الشمعة، والتي تكون بيضاء عندما يكون سعر الاغلاق أعلى من سعر الافتتاح، وتكون سوداء عندما يكون سعر الاغلاق أقل من سعر الافتتاح. ويمكن إظهار الشموع اليابانية في أي خارطة زمنية ومع أي أعمدة زمنية، إلا إنه عند النظر إلى خارطة طويلة المدة فإن الشموع لا تظهر بشكل واضح، لذا فالأفضل استخدام الشموع مع خارطة ٣ أشهر أو أقل. علاوة على ذلك، فالشموع اليابانية تفيد أكثر على المدى القصير، ويستفاد من نماذجها لمعرفة المسار المتوقع للسهم على المدى القصير.



الشكل ١٢-٣٤: الشمعة تأتي بيضاء أو سوداء ولها جسم ونطاق.

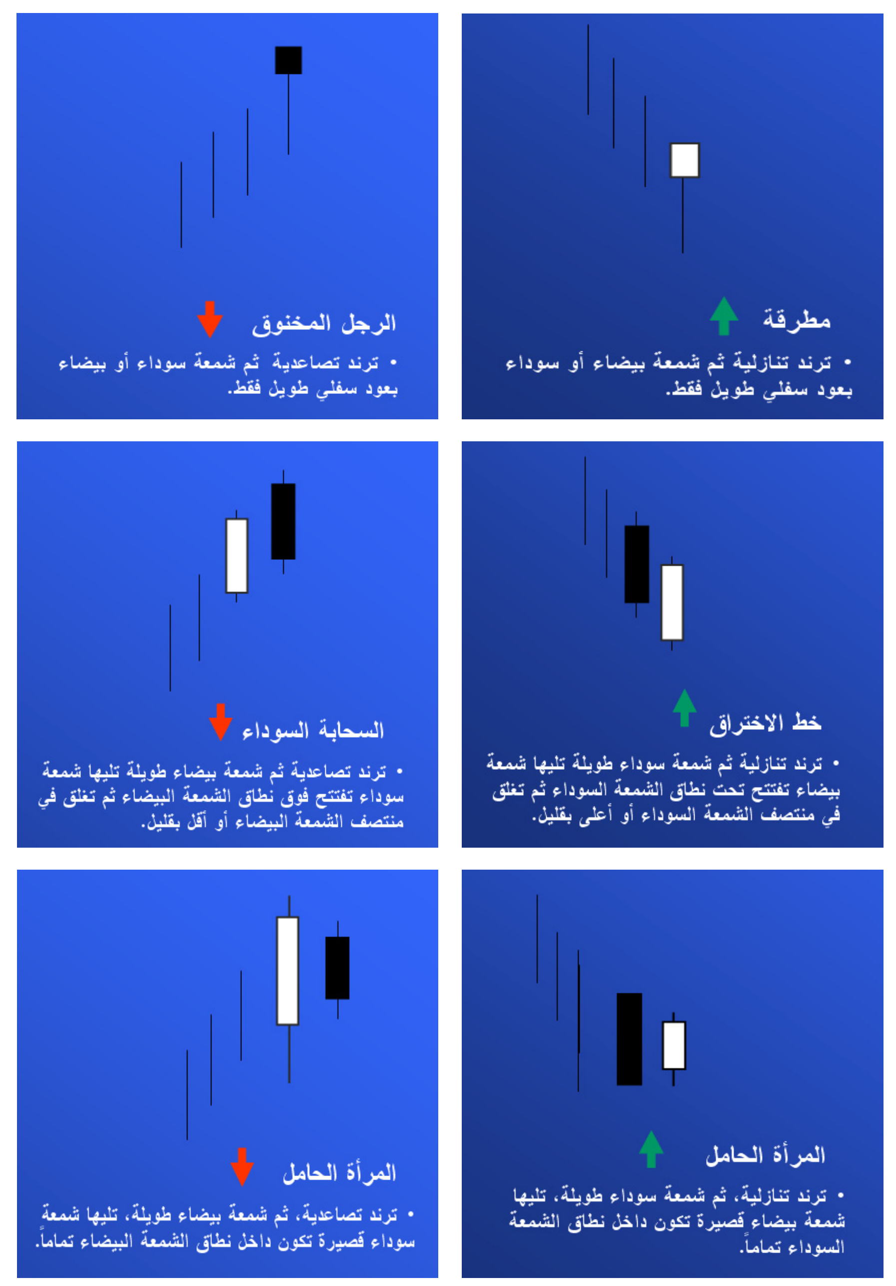
بعض نماذج الشموع اليابانية

عند عرض السعر على شكل شموع يابانية، تظهر نماذج كثيرة ذات دلالات معينة يمكن الاستفادة منها في قرارات البيع والشراء. بعض هذه النماذج يتكون من شمعة واحدة فقط، كنموذج المطرقة، والبعض الآخر قد يتكون من شمعتين أو أكثر. نشاهد في الشكل ١٢-٣٥ و الشكل ١٢-٣٦ بعض النماذج المشهورة وطريقة تفسيرها. على سبيل المثال، في نموذج المطرقة يكون هناك اتجاه هابط ومن ثم تأتي شمعة على شكل مطرقة، يكون لها ذيل طويل يرمز لعصا المطرقة.

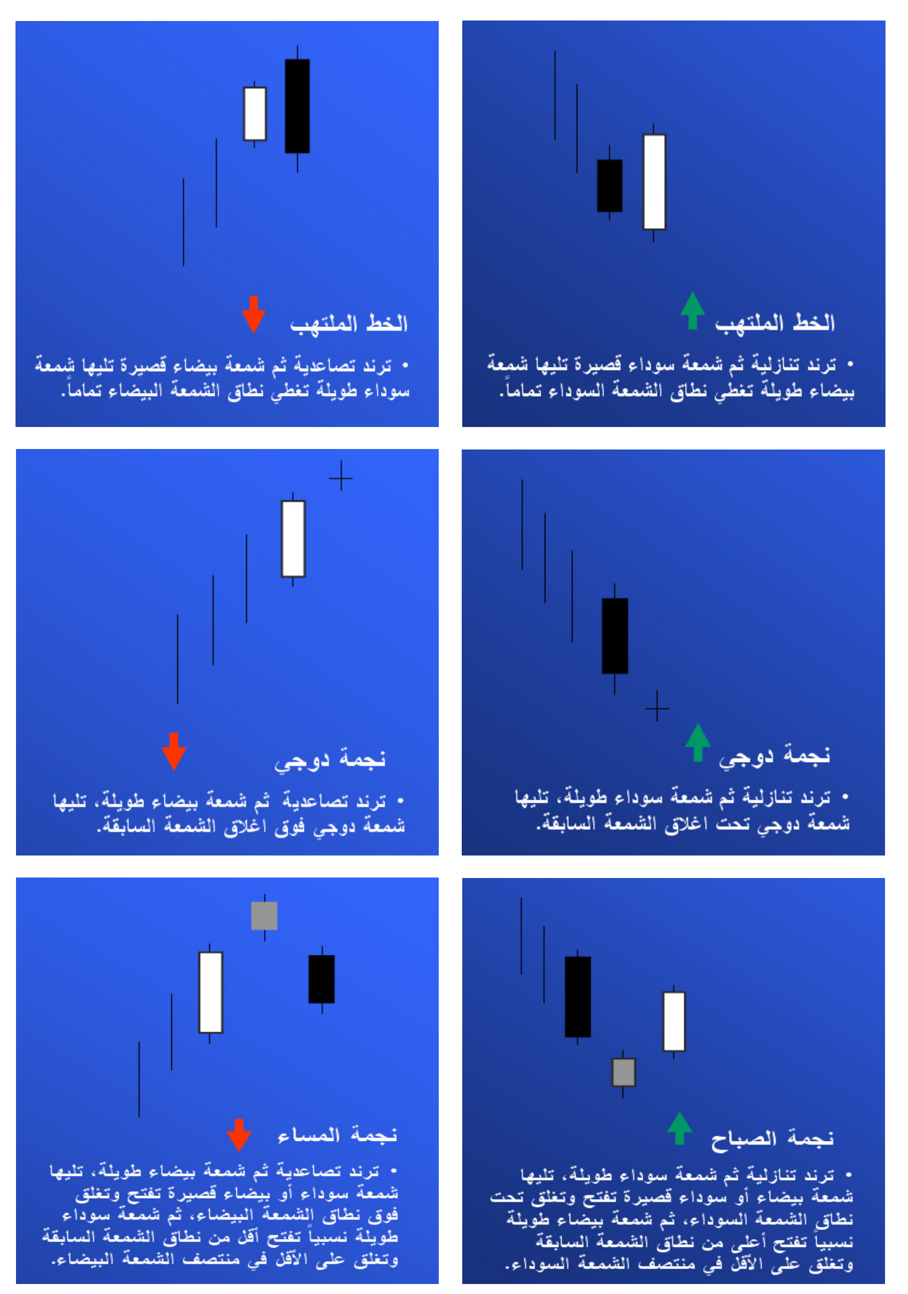
ويكون قرار الشراء والبيع في جميع هذه النماذج حسب طبيعة الشخص: لمن لا يريد المغامرة عليه الانتظار حتى اليوم التالي للتأكد من صحة النموذج، أي إن كان من المفترض أن يرتفع السعر، فينتظر حتى اليوم التالي للتأكد من أن السعر فعلاً بدأ بالارتفاع، وإلا فلا يؤخذ بالنموذج. أما لمن يستطع تحمل بعض المخاطرة فيمكنه شراء السهم قبل الإغلاق بدقائق إن تبين أن أحد النماذج الإيجابية قد بدأ بالظهور، وعليه البيع خلال اليومين التاليين إن لم يتبع النموذج المسار المتوقع.

أمثلة للشموع اليابانية

فيما يلي نستعرض طريقة اكتشاف هذه النماذج التي تعرفنا عليها، لنبني قرارات البيع والشراء استناداً إليها، فنجد في الشكل ١٢-٣٧ (صفحة ٢٦٨) مثالاً لنموذج المطرقة والذي يأتي في نهاية الاتجاه الهابط ويشير إلى انعكاس الاتجاه (من هابط إلى صاعد في هذه الحالة). ونرى كذلك مثالين لنموذج المرأة الحامل، حيث نرى النموذج الايجابي والذي يتشكل عندما تأتي شمعة بيضاء في بطن شمعة سوداء، مما يؤدي إلى ارتفاع في السعر في اليومين القادمين. ونرى كذلك النموذج السلبي للمرأة الحامل والذي يأتي عندما تأتي شمعة سوداء في بطن شمعة بيضاء، مما يؤدي إلى هبوط في السعر.



الشكل ١٢-٣٥: عدة نماذج لشموع يابانية مع شرح تفاصيل كل نموذج ٢/١.



الشكل ١٢-٣٦: عدة نماذج لشموع يابانية مع شرح تفاصيل كل نموذج ٢/٢.



الشكل ١٢-٣٧: عدد من النماذج للشموع اليابانية. هل ترى نموذجاً آخر للمرأة الحامل السلبي؟

وفي الشكل ١٢-٣٨ نرى نماذج أخرى مثل نموذج نجمة الصباح الايجابي، ونموذج خط الاختراق الايجابي، وكذلك نموذج المرأة الحامل الايجابي.



الشكل ١٢-٣٨: عدد من النماذج للشموع اليابانية.

المؤشرات الفنية ومقاييسها

بعد أن عرفنا تضاريس الخارطة والنماذج الظاهرة فيها، ننتقل الآن لدراسة المؤشرات الفنية، والتي تأتي أهميتها في أنها تعطي نتائج حسابية لحالة السهم في أي وقت من الأوقات. فهي عبارة عن مقياس لدرجة حرارة السهم، إن صح التعبير، والتي من خلالها نستطيع معرفة إن كان السهم يسير بسرعة عالية، أم أنه شاطح في مساره أم أنه يمر بحالات بيع أو شراء غير عادية، وهكذا.

المتوسط المتحرك Moving Average

يعتبر المتوسط المتحرك من أهم المقاييس الفنية نظراً لبساطة تركيبه واعتماد أكثر المؤشرات عليه. فالمتوسط المتحرك هو المتوسط الحسابي لسعر السهم خلال فترة معينة، ويسمى بالمتحرك نظراً لتحرك الفترة الزمنية التي يغطيها، حيث يتم التخلص من القيمة القديمة وتضاف القيمة الجديدة. فلو أردنا معرفة المتوسط المتحرك لسعر السهم للأيام الثلاثة الماضية (3-Day Moving Average)، نقوم بجمع سعر السهم لكل يوم من الأيام الثلاثة الماضية ونقسمه على ثلاثة. وفي اليوم الذي يلي ذلك نقوم بحساب متوسط الأيام الثلاثة الماضية بحذف اليوم الأول وإضافة اليوم الحالي، وهكذا، كما نرى في القائمة التالية:

اليوم	١	٢	٣	٤	٥	٦
السعر$	١٠	١٣	١٠	١٦	١٦	١٨
معدل ٣ - أيام	-	-	١١	١٣	١٤	١٦,٦٧

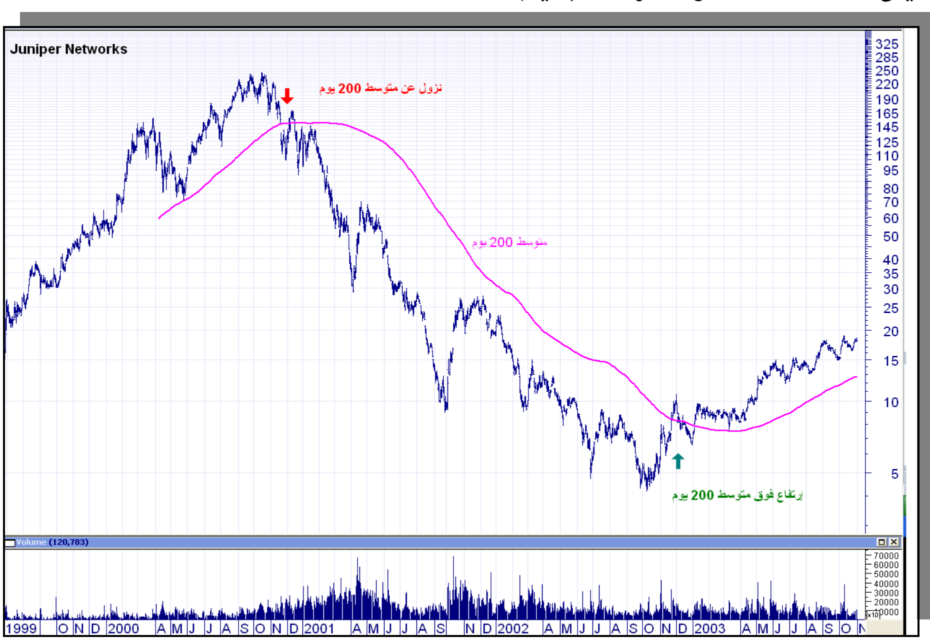
هنا نرى أن المتوسط المتحرك لـ ٣ أيام تم حسابه في اليوم الثالث كمعدل الأيام الثلاثة السابقة، أي (١٠+١٣+١٠) تقسيم ٣، وفي اليوم الرابع تم حسابه بجمع أسعار الأيام الثلاثة السابقة، أي (١٣+١٠+١٦) تقسيم ٣، وهكذا.

السؤال المهم هو عن فائدة هذا المتوسط؟ هل يمكن الاستفادة منه كدليل نبني توقعاتنا المستقبلية عليه؟ تذكر دائماً بأنه لا توجد طريقة مضمونة على الإطلاق لمعرفة ما سيحدث غداً أو بعد غد، كون ذلك من علم الغيب وسيبقى كذلك. الشيء الوحيد المتفق عليه هو أن أسعار الأسهم بشكل عام تنمو مع الوقت، وإن كانت الفترة الزمنية اللازمة أحيانا طويلة.

الميزة الحقيقية للمتوسط المتحرك تكمن في كونه يتخلص من تغيرات السعر اليومية التي تتأرجح كثيراً بسبب قوى العرض والطلب، وبذلك فهو مفيد في معرفة اتجاه السعر بشكل عام، بعيداً عن الذبذبات اليومية. كمثال على المتوسط المتحرك، انظر الشكل ١٢-٣٩ والذي يبين أداء سهم شركة جونيبر (JNPR) لأربعة أعوام مع متوسط متحرك لمدة ٢٠٠ يوم، والذي يعتبر من أهم

المتوسطات الدالة على الاتجاه الصحي للسهم على المدى الطويل. في هذا المثال، يتم البيع إذا نزل السعر عن المتوسط والشراء إذا ارتفع السعر فوقه. والفكرة هنا إن متوسط ٢٠٠ يوم يعتبر أفضل دعم للسهم، ويشير إلى الاتجاه طويل المدى، لذا فمن الضروري أن يبقى سعر السهم أعلى منه دائماً في كل الأوقات.

وأحد أبرز الاستخدامات للمتوسط المتحرك هي طريقة التقاطع Crossover، والتي على سبيل المثال يمكن الشراء فيها عندما يرتفع متوسط ٥٠ يوماً فوق متوسط ٢٠٠ يوم، والبيع عندما يهبط عنه. إلا أن هذه الطريقة لا تعطي نتائج جيدة بسبب بطء المتوسطات المتحركة، لذا فهناك من يستخدم المتوسطات الأسّية Exponential، والتي تعتبر أسرع في اتخاذ القرار، لأن المتوسط المتحرك الأسّي يمنح الأسعار الحديثة أكثر وزناً من الأسعار القديمة التي ليس لها أهمية كبيرة بعد مرور الوقت. وميزة أخرى للمتوسط الأسّي هي أنه يأخذ جميع الأسعار السابقة في الحسبان (أي ليس له مدة محددة مثل المتوسط البسيط)[١].



الشكل ١٢-٣٩: الاستفادة من متوسط السعر المتحرك في معرفة الاتجاه (الترند). هنا لا ينصح بالشراء إلا إذا تجاوز السعر متوسط ٢٠٠ يوم.

[1] عندما تقوم بطلب متوسط متحرك من أي برنامج فإنك تقوم بتحديد فترة لهذا المتوسط بالأيام، ولكن في حالة المتوسط الأسّي هذه الفترة ليست لعدد الأيام بل إنها تستخدم في معادلة داخلية لحساب المتوسط لتقدير الوزن الممنوح لكل يوم من الأيام السابقة. في المتوسط الأسّي تستخدم جميع الأسعار السابقة (كثيرة كانت أم قليلة) في حساب المتوسط بغض النظر عن طول المتوسط المطلوب.

ملاحظة

ربما أفضل طريقة للتعامل مع المتوسطات المتحركة أن يقوم الشخص بتجريب أرقام مختلفة لمتوسطات متحركة للسهم الذي يتعامل معه (أو عدد محدود من الأسهم) ومن ثم يعتمد المتوسط الذي يتناسب مع طبيعة السهم وحركته. هناك من قام بإجراء دراسة عن هذه العلاقة على مدى ٣٥ عاماً مع مؤشر [أس آند بي ٥٠٠]، ووجد أنه كلما كانت قيمة المؤشر أعلى من المتوسط المتحرك لـ ١٠ أيام فإن المؤشر يرتفع بنسبة حوالي ٢,٥٪ في الأشهر الثلاثة القادمة، وبنسبة ٥,٤٠٪ في الأشهر الستة القادمة، والعكس صحيح. وهذه النتيجة مهمة إلا أنها غير مجدية عند الأخذ بالحسبان تكلفة العمولة وفارق السعر بين العرض والطلب وعمق السوق.

مقياس ماك دي MACD

هناك طريقة تعرف بمقياس التقاء المتوسط المتحرك وانفراجه (Moving Average Convergence/Divergence)، وتستعمل في معرفة مسار الاتجاه في الفترة القادمة. طريقة حساب هذا المقياس تتم بطرح قيمة المتوسط المتحرك (الأسّي) لمدة ٢٦ يوماً من قيمة المتوسط المتحرك (الأسّي) لمدة ١٢ يوماً، ورسمه كخط سميك نسبياً، ومن ثم رسم متوسط متحرك أسّي لمدة ٩ أيام لهذا الخط، ورسمه كخط متقطع. فعندما تكون قيمة خط ماك دي أعلى من صفر (أي أن متوسط ١٢ يوماً أعلى من متوسط ٢٦ يوماً)، فإن ذلك يعني أن السهم يمر في مرحلة صعود، والعكس صحيح. ويوجد طريقتان رئيسيتان للتعامل مع مقياس ماك دي، نستعرضهما مع سهم كولز (KSS)، الشكل ١٢-٤٠.

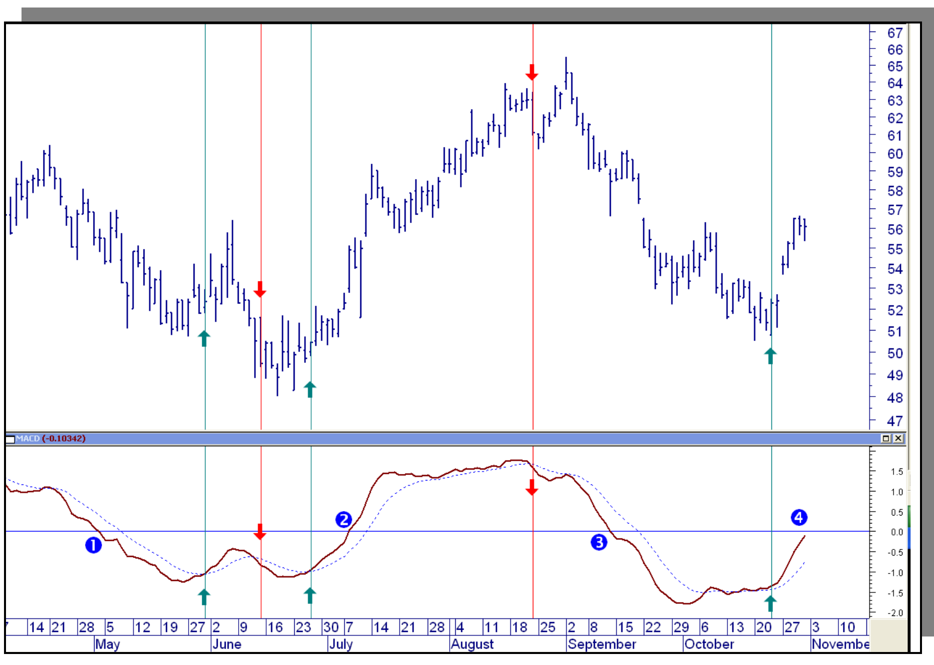
<u>**الطريقة الأولى**</u>: البيع عندما يسقط خط ماك دي عن الصفر (الرقم ❶ والرقم ❸ في الشكل)، والشراء عندما يرتفع خط ماك دي عن الصفر (الرقم ❷ في الشكل).

<u>**الطريقة الثانية**</u>: البيع عندما يسقط خط ماك دي عن متوسط ٩ أيام (الخط الأزرق المتقطع)، كما يتضح عند الأسهم الحمراء في الشكل، والشراء عندما يرتفع خط ماك دي عن متوسط ٩ أيام، كما يتضح عند الأسهم الخضراء في الشكل، وهذه في الواقع أشهر طريقة لاستخدام ماك دي.

مقياس القوة النسبية RSI

يعتبر مقياس القوة النسبية من أهم المقاييس المستخدمة في التحليل الفني لتوقع حركة السهم المستقبلية، ومعرفة إن كان السهم مبالغاً في سعره أم لا. وطريقة حسابه معقدة نوعاً ما، فهي تعتمد على مقارنة فترات تغير السعر إلى الأعلى مع فترات تغيره إلى الأسفل، أي جمع عدد نقاط الارتفاع لفترة محددة (١٤ يوماً في الغالب) وقسمتها على عدد نقاط الانخفاض لنفس الفترة، ومن ثم استخدام ذلك في معادلة معينة لتكون القيم الناتجة تتراوح ما بين صفر ومائة. ومن أهم فوائد هذا

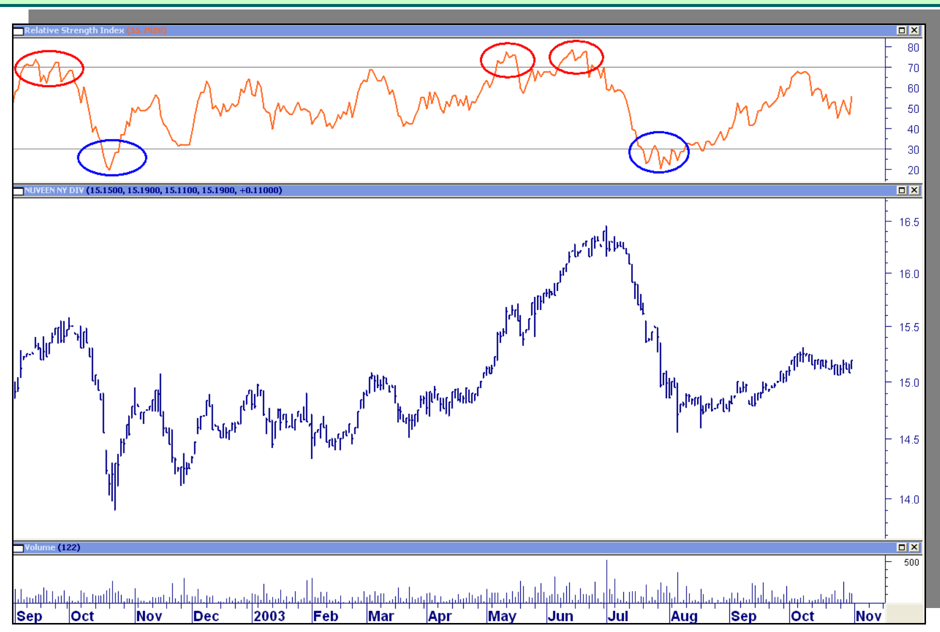
المقياس استخدامه كدليل على بلوغ سعر السهم أعلى درجاته، غالباً عندما يتجاوز المقياس ٧٠ نقطة، وأدنى درجاته عندما ينخفض عن ٣٠ نقطة. وعندما يكون السهم يمر بمرحلة اتجاه صاعد لعدة أشهر فيؤخذ بالقيمة ٨٠ بدلاً من ٧٠، وعندما يكون السهم في مرحلة اتجاه هابط لمدة طويلة فيؤخذ بالقيمة ٢٠ بدلاً من ٣٠، انظر الشكل ١٢-٤١.



الشكل ١٢-٤٠: شراء عندما يقطع مقياس ماك دي خط المتوسط إلى الأعلى، والبيع عندما يهبط عنه، وبشكل عام يعتبر السهم قوياً إذا كان مقياس ماك دي أعلى من الصفر.

وينصح روبرت كولبي (مؤلف كتاب موسوعة المقاييس الفنية) باستخدام مقياس آر أس آي مع ٥ أيام، وفعلاً يعطي هذا نتائج جيدة على الخرائط قصيرة المدى، أي مدة شهر أو أقل.

ومقياس آر أس آي من المقاييس المتأرجحة، التي هي عبارة عن مقاييس تتراوح قيمتها بين حدين ثابتين، في أكثر الأحيان من ٠ إلى ١٠٠، وتستعمل في معرفة أوقات بلوغ السعر أعلى درجاته وأقل درجاته، بينما المقاييس السابقة كالمتوسط المتحرك وماك دي تعتبر مقاييس لاحقة، لأنها تتبع الاتجاه وتبين مساره بعد مرور فترة من الزمن. إلاّ أن فائدة المقاييس المتأرجحة تأتي بوجود اتجاه صاعد أو هابط، ولا تفيد كثيراً في غياب الاتجاه (أي عندما يكون السعر محدوداً بدعم ومقاومة ضيقة). على سبيل المثال، في غياب الاتجاه لفترة طويلة، وبعد اقتراب السعر للانطلاق تكون المقاييس المتأرجحة غالباً مصدرة لإشارة بيع، وعندما ينطلق السعر تزداد إشارة البيع، الأمر الذي يربك المتداول. في هذه الحالة الأفضل الأخذ بالانطلاق وتجاهل المقياس المتأرجح.



الشكل ١٢-٤١: استخدام مقياس RSI للشراء عندما يرتفع عن ٣٠، والبيع عندما ينخفض عن ٧٠، لاحظ أن المقياس يبين الأوقات التي يكون مبالغاً فيها بسعر السهم والأوقات الجذابة للشراء (انظر الدوائر).

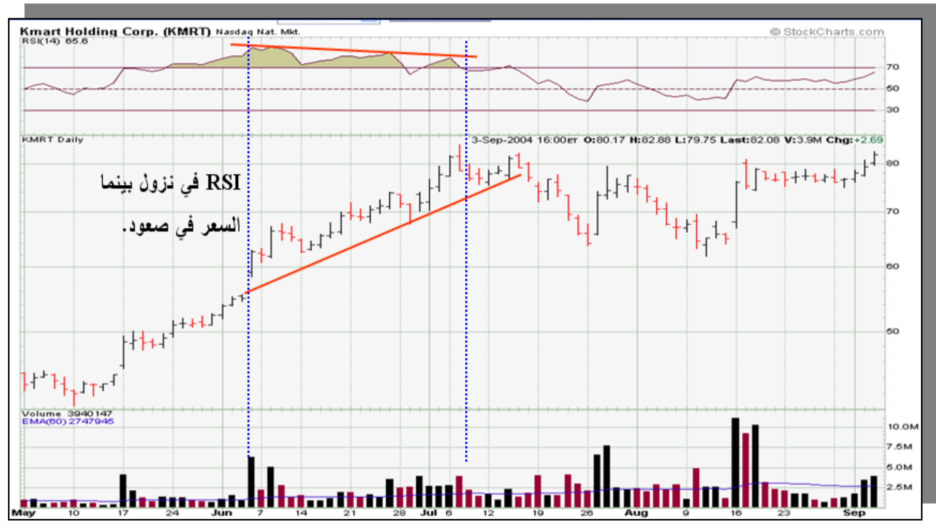
يعطي مقياس أر أس آي دلالة قوية إذا كان الاتجاه الطويل صاعداً في الوقت الذي يعطي فيه المقياس علامة شراء، أو إذا كان الاتجاه الطويل هابطاً في الوقت الذي يعطي فيه المقياس علامة بيع. بمعنى لو أن السهم كان يمر بمرحلة صعود منذ فترة طويلة، وأصدر مقياس آر أس آي علامة شراء (لأن قيمته أقل من ٣٠ وبدأ بالارتفاع)، فتعد هذه من علامات الشراء القوية.

وأخيراً نشير إلى أن إعطاء المقياس حالة بيع أو حالة شراء يجب ألاّ تؤخذ بحد ذاتها، ولا تؤخذ فوراً، فأحياناً يبقى السهم في إحدى الحالتين لفترة طويلة، لذا من الضروري اللجوء إلى مقاييس أخرى أو الانتظار حتى يتأكد مسار المقياس. وكذلك يمكن دراسة المقاييس أنفسها لاكتشاف ما إذا كانت تحتوي على نماذج، كالمثلثات وغيرها، وتحديد مناطق الدعم والمقاومة وأخذ المتوسطات المتحركة لها، وهكذا.

الانفراج

من أقوى دلالات المقاييس الفنية ظهور حالات الانفراج (Divergence)، أو التباين، والتي تحدث عندما يتخذ السعر مسلكاً مختلفاً عن المقياس، أي يكون السعر في صعود والمقياس في هبوط أو العكس. نرى ذلك في خارطة سهم شركة Kmart، الشكل ١٢-٤٢، والتي تظهر انفراجاً سلبياً حيث

كان مقياس آر أس آي يسلك مساراً هابطاً بينما السعر كان يسلك مساراً صاعداً، ويؤخذ هذا على أن السعر غير صحيح وأن عليه الهبوط، الأمر الذي حدث بعد ذلك مباشرة.



الشكل ١٢-٤٢: استخدام مقياس RSI لاكتشاف حالات الانفراج، ويظهر هنا انفراج سلبي.

ويكون للمقياس المتأرجح (مثل آر أس آي) دلالة قوية إذا كان في حالة بيع أو شراء وظهرت هناك حالة انفراج بينه وبين حركة السهم. على سبيل المثال، عندما نجد أن السهم بدأ يحقق قمماً متصاعدة، مما يشير عادة إلى قوة وتصاعد، ولكن في الوقت نفسه وجدنا مقياس آر أس آي فوق منطقة ٧٠ وكان يشكل قمماً هابطة، فيؤخذ هذا على أنه انفراج حاد ويدل على أن السهم سيسلك اتجاه المقياس (هبوط في هذه الحالة).

أشرطة بولينجر Bollinger Bands

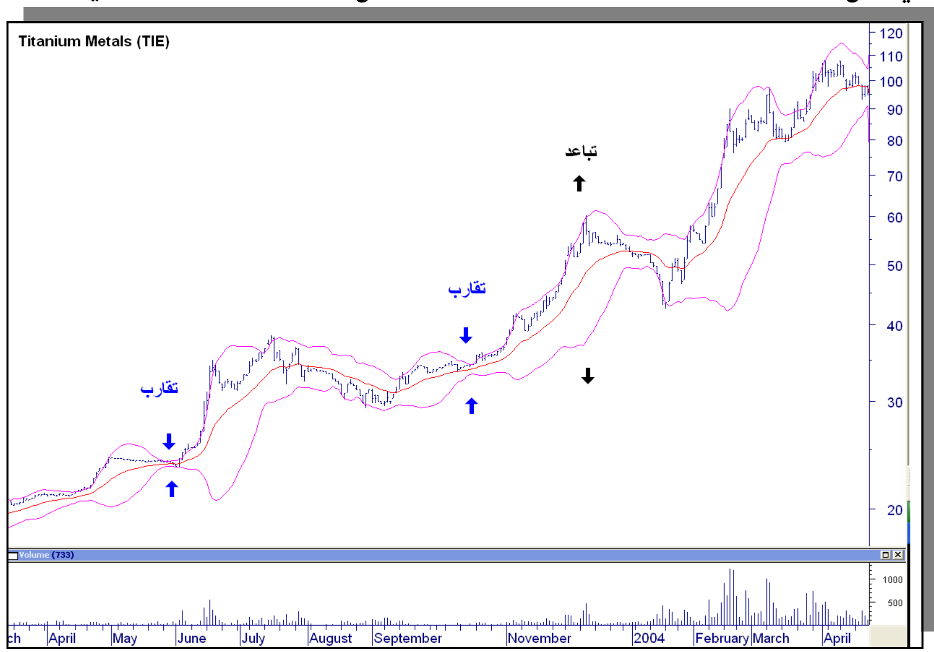
تستخدم أشرطة بولينجر لتحديد النطاق الطبيعي للسعر حسب تذبذبه عن المتوسط المتحرك، ويقاس هذا التذبذب بحساب قيمة الانحراف المعياري (Standard Deviation)، الذي هو عبارة عن طريقة رياضية لقياس درجة انحراف (أو ابتعاد) السعر عن المتوسط. نستطيع أن نقول باختصار أن سعر السهم يتغير بين وقت وآخر ولكن بحدود معينة، وهذه الحدود هي التي يتم قياسها بواسطة أشرطة بولينجر. فبينما نستخدم المتوسط المتحرك لمعرفة معدل سعر السهم، فإننا نستخدم أشرطة بولينجر لمعرفة معدل السعر على شكل نطاق مكون من حد أعلى وحد أدنى، وليس كرقم واحد فقط. ويتسع النطاق عندما يكون هناك تذبذب كبير في السعر ويضيق في حالة ركود السهم. إذاً أشرطة بولينجر عبارة عن متوسط متحرك لمدة معينة (غالباً لمدة ٢٠ يوماً)، يأتي فيها الشريطين العلوي والسفلي على مسافة درجتين من درجات الانحراف المعياري. ويجب تغيير

درجات الانحراف المعياري حسب طبيعة السهم وحركته بحيث يتم اختيار القيم التي تحفظ السهم داخل الأشرطة معظم الأحيان.

يبين الشكل ١٢-٤٣ خارطة سهم شركة Sun مع أشرطة بولينجر (٢٠ يوماً مع درجتين)، حيث نرى كيف أن الفرق بين الشريطين يزداد عندما يكون هناك تذبذب كبير في سعر السهم ويقل عند ركود السعر. وتستخدم أشرطة بولينجر حسب عدة أساليب، منها البيع عند خروج السعر عن الشريط العلوي، والشراء عند خروجه عن الخط السفلي، إلا أنه من الضروري عدم التسرع بالبيع أو الشراء في مثل هذه الحالات، بل الانتظار حتى يتأكد انعكاس الاتجاه.

ويحصل كثيراً أن يتغير اتجاه السعر عندما يتباعد الشريطان بشكل كبير، فيؤخذ تباعد الشريطان على احتمال تغير الاتجاه. وتكون هناك حركة كبيرة في السعر (ربما للأعلى أو للأسفل) عندما يتقارب الشريطان لبعضهما البعض، ويمكن معرفة الاتجاه المحتمل بعد التقارب باللجوء إلى طرق أخرى أو بواسطة مقاييس أخرى. على سبيل المثال، عندما يتقارب الشريطان أثناء تكوين مثلث متطابق فيمكننا توقع حدوث الانطلاق إلى أعلى، أو أنه أثناء ذلك وجدنا أن مقياس ماك دي أو غيره قد أصدر علامة شراء، وهكذا.

في موقع [ياهو] ترسم أشرطة بولينجر بمتوسط ٢٠ يوماً مع درجتين للانحراف المعياري.



الشكل ١٢-٤٣: تقارب الشريطان دليل على احتمال تغير كبير في السعر (إلى الأعلى أو إلى الأسفل)، وتباعدهما دليل على تغير مسار الاتجاه عما هو عليه.

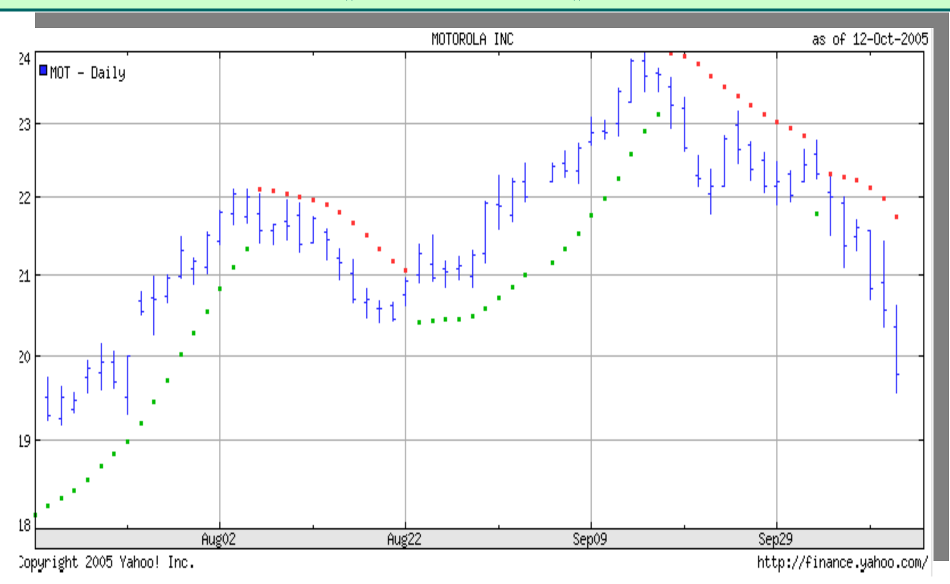
ويقترح جون بولينجر، مصمم هذا المؤشر، البدء باستخدام متوسط ١٠ أيام للمدى القصير مع درجة ونصف للانحراف المعياري، وللمدى الطويل يستخدم ٥٠ يوماً مع درجتين ونصف. ولكن يجب اختيار المتوسط الذي يتناسب مع حركة السهم، بحيث يؤخذ بالمتوسط الذي لا يخترقه السعر بعد عملية التصحيح التي تلي أي انطلاق للسعر. على سبيل المثال، في الشكل أعلاه نجد أن التصحيح الذي شهده السعر بعد الانطلاق من التقارب الأول بقي أعلى من المتوسط، مما يدل على أن قيمة المتوسط كانت مناسبة لهذا السهم.

وكما يتضح فإن أشرطة بولينجر لا تستخدم لإعطاء علامات بيع وشراء مباشرة، بل الأفضل استخدامها مع مقاييس فنية أخرى لتأكيد الإشارات الظاهرة من تلك المقاييس أو لنفيها. على سبيل المثال، لو وجدنا أن السعر يستمر بمشاكسة الشريط العلوي ووجدنا أن مقياس ماك دي أعطى علامة بيع، عندها نحتاج أن نحتاط من البقاء في السهم، أو على الأقل نمتنع عن الشراء. أو لو وجدنا أن السعر استمر بملامسة الشريط السفلي ووجدنا أن مقياس آر أس آي بدأ بالارتفاع فوق ٣٠ فقد لا نشتري فوراً ونتريث حتى يغادر السعر منطقة الشريط السفلي ويتجاوز المتوسط المتحرك.

مقياس سار SAR

مقياس SAR (Stop and Reverse) يستخدم في توقيت الدخول والخروج حسب قيمة المقياس، والتي تعرض على شكل نقاط فوق السعر أو تحته. وطريقة حسابه معقدة ولكن استخدامه بسيط للغاية: عندما تكون النقاط في أسفل السعر نبقى في حالة شراء، وندخل في حالة بيع عندما تكون النقاط في أعلى السعر، الشكل ١٢-٤٤. بمعنى آخر، عندما يقطع السعر النقطة السفلية يكون وقت خروج من السهم، وعندما يتجاوز النقطة العليا يكون وقت شراء. في الشكل نرى أنه في ٢٣ أغسطس أعطى المقياس علامة شراء لسهم موتورولا لأن سعر السهم في ذلك اليوم تجاوز النقطة العليا، ولم يعط المقياس علامة خروج إلا عندما نزل السعر عن النقطة السفلى في ١٩ سبتمبر.

في برامج المحترفين (مثل برنامج ميتاستوك) تستطيع تحديد القيم التي يعمل عليها هذا المقياس، وهي الخطوة (step)، والتي تكون غالباً بين ٠,٠١ و ٠,٠٢، وهي مقياس ارتفاع أو انخفاض النقاط من يوم لآخر. والقيمة الأخرى التي قد تحتاج إلى تعديل هي أعلى قيمة للخطوة، وهذه تترك غالباً عند ٠,٢٠. وبشكل عام ستجد أن إشارات البيع والشراء الناتجة عن هذا المقياس جيدة وتؤدي إلى نتيجة أفضل من لو أن الشخص قام بالبيع والشراء بطريقة عشوائية. إلا أن نقطة الضعف في هذا المقياس هي أنه قد يصدر إشارات بيع وشراء كثيرة وأحياناً خاطئة عندما يكون الاتجاه جانبياً، أي لا صاعداً ولا هابطاً. وهذا المقياس متاح من خلال موقع [ياهو].



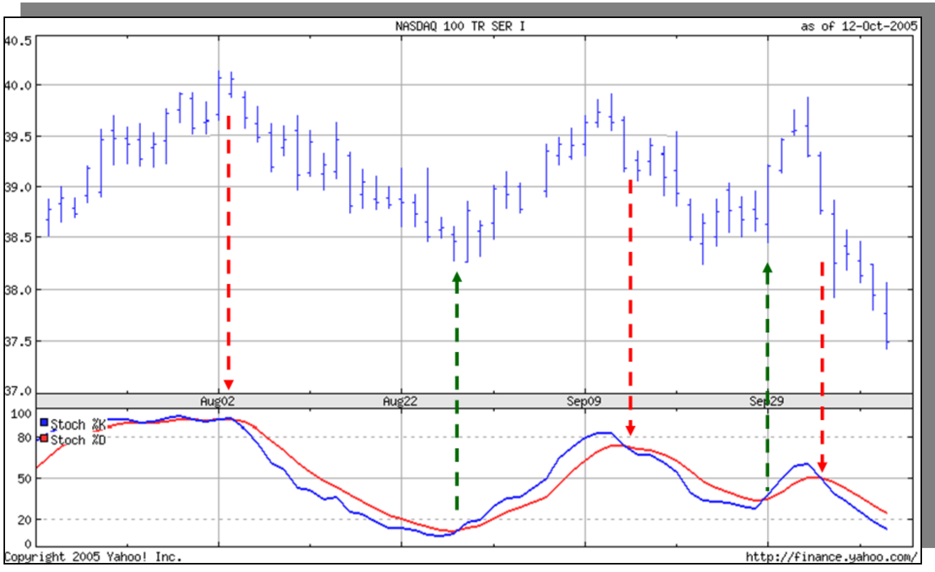
الشكل ١٢-٤٤: مقياس SAR يستخدم لتوقيت البيع والشراء حسب النقاط الظاهرة أعلى السعر أو أسفله.

مقياس ستوكاستكس Stochastics

ستوكاستكس هو مقياس يبين علاقة السعر الحالي (سعر إغلاق الفترة) بأسعار الإغلاق على مدى ١٤ فترة ماضية (أو أي فترة أخرى محددة)، لذا فهو يبين مكان السعر الحالي مقارنة بالأسعار خلال هذه الفترة الماضية. ويتكون مقياس ستوكاستكس من خطين، الأول K% والذي هو عبارة عن الفرق بين السعر الحالي وأقل سعر خلال الـ ١٤ فترة الماضية مقسوماً على الفرق بين أعلى وأدنى سعر خلال الفترة نفسها. على سبيل المثال، إذا كان K% = ٠,٩٠ فمعنى ذلك أن السعر الحالي يقع قرب أعلى سعر خلال الفترة المحددة، وإذا كان K% = ٠,٠ فذلك يعني أن السعر الحالي مساوٍ لأقل سعر خلال الفترة، وهكذا. أما D% فهو مجرد المتوسط المتحرك لمدة ٣ أيام لخط K%. وعند تحديد القيم التي يعمل بها المقياس، يجب تحديد عدد مرات الإبطاء Slowing المستخدمة مع هذا المقياس، والتي غالباً تكون ٣ مرات، ويسمى في هذه الحالة ستوكاستكس البطيء، وهو الأكثر شيوعاً. والمقصود بالإبطاء هو حساب المتوسط للمتوسط نفسه لكي يتم التخلص من التحركات الشاذة في المقياس. ويستخدم هذا المقياس لاتخاذ القرارات كما يلي:

- **الشراء عندما ينخفض خط K% أو خط D% تحت مستوى ٢٠ نقطة ومن ثم يبدأ بالارتفاع عن هذا المستوى، والبيع عندما يرتفع خط K% أو خط D% فوق مستوى ٨٠ نقطة، ومن ثم يبدأ بالانخفاض عنه.**

- الشراء والبيع حسب تقاطع خطي K% و D%، كما في الشكل ١٢-٤٥، الذي يبين كيف أن المقياس أعطى علامة خروج من سهم مؤشر [نازداك ١٠٠] (QQQQ) في ٢ أغسطس عندما انخفض خط K% عن خط D%، ولاحقاً ظهرت إشارة شراء عندما قطع خط D% إلى الأعلى. لاحظ أن إشارة البيع تكون قوية عندما يحدث التقاطع فوق ٨٠ نقطة، وأن إشارة الشراء تكون قوية عندما يحدث التقاطع تحت ٢٠ نقطة.



الشكل ١٢-٤٥: مقياس ستوكاستكس يستخدم لتوقيت البيع والشراء حسب تقاطع خطوطه.

التجميع والتصريف

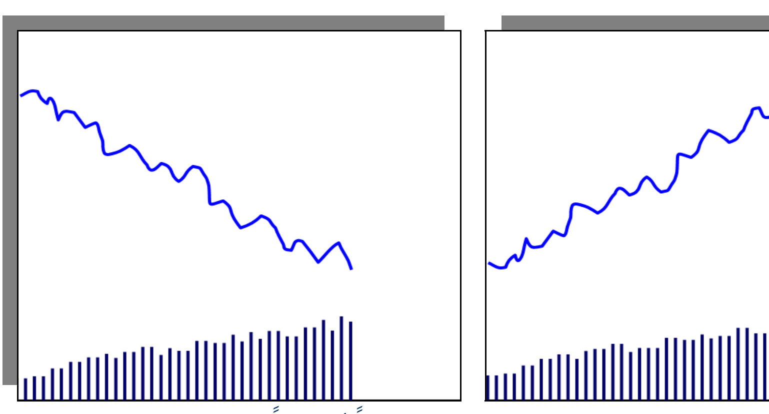
ظهرت فكرة التجميع في دراسات تشارلز داو قبل نحو مائة عام، وهو أول محرر لصحيفة [وول ستريت] ومخترع مؤشر [داو جونز]، الذي بدأ يلحظ الحالات التي يمر فيها السهم بمرحلة هبوط ومن ثم مرحلة استقرار يتبين من خلالها وجود حالات شراء قوية بالرغم من النظرة السلبية لدى أكثر الناس. ولاحظ داو أن التصريف يحدث عندما يمر السهم بمرحلة صعود ومن ثم مرحلة استقرار يتبين من خلالها وجود حالات بيع قوية بالرغم من النظرة الايجابية السائدة لدى أكثر الناس.

أولاً، تسمى حالات الشراء والبيع هذه بالتجميع والتصريف، لأن الذي يحدث غالباً هو أن من يريد الشراء بكميات كبيرة (كما تقوم به المحافظ الكبيرة وصناديق الاستثمار) لا يستطيع الشراء أو البيع

دفعة واحدة بسبب ضخامة الكمية المطلوبة، فتجده يقوم بالشراء على دفعات (تجميع)، أو يقوم بالبيع على دفعات (تصريف). وبالطبع هذه العملية لا تتم بمجرد تقسيم الكمية المراد شراؤها أو بيعها بطريقة حسابية إلى عدة أيام بدلاً من يوم واحد، بل تتم باقتناص الفرص المناسبة للشراء أو البيع كي لا تضطر المحفظة إلى دفع سعر عالٍ (عند الشراء)، ولا القبول بسعر منخفض (عند البيع) حين يكتشف بقية المتعاملين وجود شخص كبير يقوم بالشراء أو البيع.

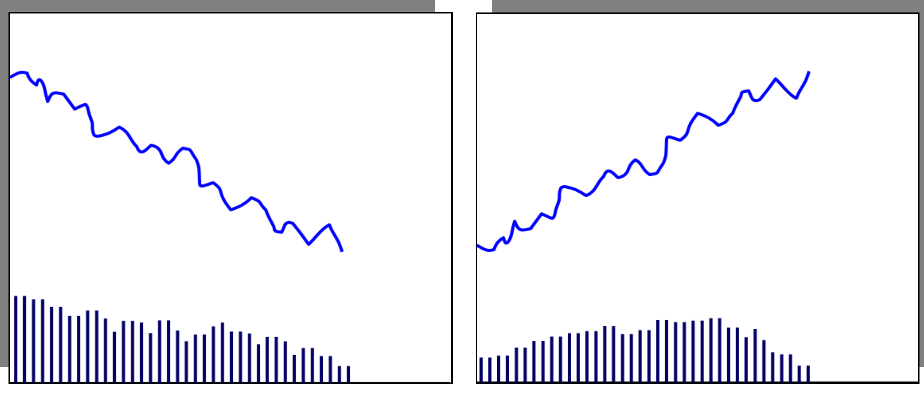
مراقبة الكمية

يبين الشكل ١٢-٤٦ علاقة كمية التداول بسعر السهم، ومنه نلحظ أن كمية التداول تزداد في أوقات الصعود الطبيعي للسهم (الجهة اليمنى)، مما يدل على أن السهم يمر بمرحلة شراء (أو تجميع) طبيعية ولا يوجد ما يثير الشك في هذا الصعود. وفي أوقات الهبوط الحقيقي (الجهة اليسرى) نجد أن الكمية تكون عالية، أو حتى بازدياد، وهذا يجعلنا نتوقع أن الهبوط لم ينته بعد وقد يستمر طويلاً.



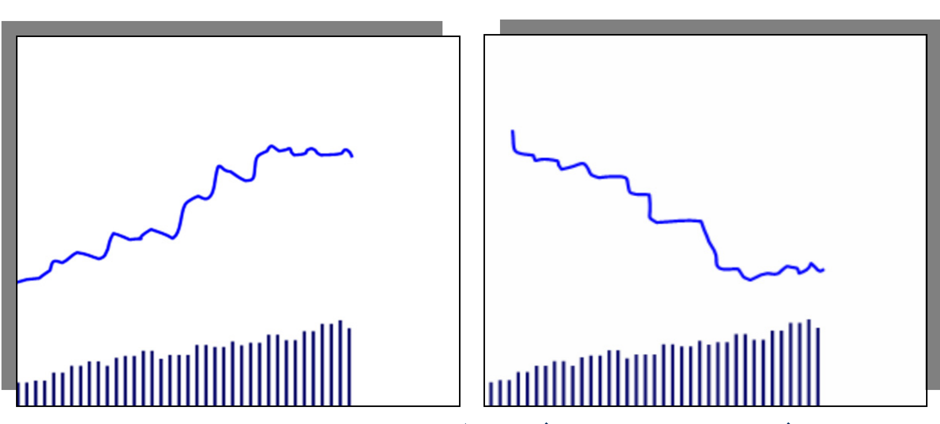
الشكل ١٢-٤٦: كمية التداول العالية تؤكد الاتجاه القائم، سواء صعوداً أم هبوطاً.

ومن مراقبة الكمية نستطيع كذلك أن نكتشف الأوقات التي يبدو أنها أوقات انعكاس للاتجاه، كما في الشكل ١٢-٤٧، حيث في الجهة اليمنى نلاحظ أن كمية التداول بدأت بالانخفاض وسعر السهم لا يزال مواصلاً الصعود، مما يدل على أن هذا الصعود غير مبرر، أو أنه صعود مصدره صغار المستثمرين ممن جاء متأخراً لشراء السهم، فاضطر للشراء بسعر عالٍ من قبل الآخرين. وفي الجهة اليسرى من الشكل، نستطيع أن نقول إن الوقت الآن قد يكون مناسباً للشراء وذلك لأن حالات البيع بدأت تنضب أو تجف، وربما لم يعد هناك مزيد من البائعين. هذا لا يعني بالضرورة أن هناك مشترين عند هذه الأسعار، ولكن على الأقل نعتقد بأن البيع قد انتهى، ونبدأ بالتفكير بالشراء، وربما على دفعات.



الشكل ١٢-٤٧: تغير الاتجاه يحدث عندما تضعف كمية التداول.

أما الشكل ١٢-٤٨ فيبين حالات التجميع والتصريف الكلاسيكية، حيث نرى في الجهة اليمنى أن هبوط السهم استمر بكميات عالية، ولكن سعر السهم بدأ يستقر في الفترات الأخيرة مع بقاء الكمية في حالة ارتفاع. مثل هذا التصرف يشير إلى وجود حالات شراء قوية بدأت بالتصدي لهبوط السهم، ومنها نتوقع أن يبدأ السهم بالصعود. وفي الجهة اليسرى من الشكل نجد أن ارتفاع السعر بكميات عالية ومن ثم استقرار السعر في الفترات الأخيرة مع بقاء الكمية بشكل مرتفع دليل على وجود حالات تصريف كبيرة يقوم بها ملاّك السهم مستغلين هذا الاندفاع المتأخر للشراء من قبل جموع الناس.



الشكل ١٢-٤٨: في (اليمين) حالة تجميع، وفي (الشمال) حالة تصريف.

وتظهر كذلك حالات التجميع بعد صعود السهم لفترة معينة ومن ثم استقراره عند سعر معين ولكن بكميات ضعيفة أو متوسطة، تزداد في الأيام التي يكون فيها السهم مرتفعاً، وتقل في الأيام التي يكون فيها منخفضاً. غالباً تشير مثل هذه التحركات إلى وجود من يقوم بالتجميع. وعكس هذه

المشاهدة الأخيرة يدل على وجود حالات تصريف (أي هبوط في السعر، ثم استقرار بكميات ضعيفة تزداد أوقات النزول وترتفع أوقات الارتفاع في السعر).

مقاييس التجميع والتصريف

هناك عدد من المقاييس الفنية التي تستخدم في معرفة ما إذا كان السهم يمر بمرحلة تجميع أم تصريف، أو ما إذا كان المال (السيولة) داخلاً في السهم أم خارجاً عنه. ومن هذه المقاييس هناك مقياس كمية التداول المرجّحة On-Balance-Volume أو OBV، وتتلخص فكرته ببساطة بأن حركة مال كبار المستثمرين ممكن أحياناً أن تظهر من خلال هذا المقياس قبل أن تتبين من خلال السعر نفسه. بمعنى أنه بالإمكان اكتشاف حالات الشراء أو البيع قبل أن يتبين هناك ارتفاع أو انخفاض في السعر. ويعتمد هذا المقياس في حسابه على عملية تحديد الأيام (أو أي فترة أخرى) الممكن اعتبارها أيام شراء، ومن ثم نقوم بإضافة كمية التداول لكل من هذه الأيام إلى قيمة مقياس OBV، ونقوم كذلك بتحديد الأيام التي يمكن اعتبارها أيام بيع، فنقوم بخصم كمية تداولها من قيمة مقياسOBV. ولكن كيف لنا معرفة أيام الشراء من أيام البيع؟

وقفة

فكر قليلاً في معنى الشراء والبيع لأي صفقة تتم، وحاول أن تجيب عما نعنيه عندما نقول بأن هذه الصفقة التي تمت قبل قليل هي صفقة شراء أو صفقة بيع. كيف يمكن لعملية كهذه أن تسمى عملية بيع أو شراء إذا كنا نعلم تماماً أن كل عملية بيع تقابلها عملية شراء، وكل عملية شراء تقابلها عملية بيع! في الواقع إننا نستطيع أن نعرف أن الصفقة صفقة بيع أم شراء إذا علمنا بأي سعر هي تمت، هل بسعر الطلب أم بسعر العرض؟ والقاعدة هنا أن الصفقة التي تؤخذ كميتها من جانب الطلب هي صفقة بيع، وتلك التي تؤخذ كميتها من جانب العرض هي صفقة شراء. ونستطيع أن نقول بشكل عام غير دقيق أنه إذا كان السعر مرتفعاً عن الصفقة السابقة فهي حالة شراء، وإذا كان منخفضاً عن الصفقة السابقة فهي بيع، وهكذا.

والطريقة التي يتبعها مقياس OBV، هي أن يعتبر كمية التداول للفترة الحالية (سواءً كانت يوماً كاملاً أم ستين دقيقة أم دقيقة واحدة أو غيرها) كمية شراء إذا أغلق السعر في نهاية هذا الفترة مرتفعاً عن الفترة السابقة، واعتبار الكمية كمية بيع إذا أغلق السعر في نهاية الفترة منخفضاً عن الفترة السابقة. فالمقياس ببساطة يقوم بجمع هذه القيم أو خصمها من يوم لآخر، وبالتالي نجد أنه عندما يكون المقياس آخذاً بالارتفاع، فهذا يدل على حالات الشراء، والعكس صحيح. إضافة إلى ذلك، عندما تظهر هناك كميات شراء كبيرة فستجد أن المقياس أخذ بالانطلاق بشكل أسرع من سعر السهم، والعكس صحيح. إذاً نستطيع الشراء عندما ينطلق مقياس OBV بشكل أسرع من انطلاق السهم، والبيع عندما ينخفض بشكل أسرع من انخفاض السهم.

في الشكل ١٢-٤٩ نجد أن مقياس OBV لم يؤيد الصعود الحاد في سعر السهم، حيث نشاهد أن سعر السهم في صعود حاد بينما مقياس OBV بقي يسير في مسار أفقي أو هابطاً قليلاً، مما يدل على أن كميات الشراء غير قوية، وبالتالي يمكننا اعتبار صعود السهم غير مبرر، ونعتبره يمر في مرحلة تصريف أو على الأقل عدم وجود تجميع، ونبيعه أو على الأقل لا نقوم بشرائه في هذه الأوقات.



الشكل ١٢-٤٩: مقياس OBV يكشف حالة التصريف الحاصلة في السهم.

ويمكن استخدام متوسط ٢٠ يوماً لمقياس OBV نفسه، ومن ثم الشراء إذا تجاوز OBV للمتوسط والبيع عندما ينخفض عنه.

وهناك مقياس آخر، يسمى مقياس التجميع والتصريف Accumulation/Distribution Line، أو AD، يقوم بتقدير أوقات الشراء والبيع بطريقة مختلفة عن مقياس OBV، وهي أنه في أي فترة من الفترات ننظر إلى مكان إقفال السهم. فإذا أقفل السهم في أعلى سعر حققه خلال هذه الفترة، نعتبر كامل كمية التداول لهذه الفترة كمية شراء، ونضيفها إلى قيمة المقياس. وإذا أقفل السهم عند أدنى سعر حققه خلال هذه الفترة، نعتبر كامل كمية التداول لهذه الفترة كمية بيع، ونخصمها من قيمة المقياس. أما إذا أقفل السهم في منتصف المسافة بين أعلى وأدنى سعر خلال هذه الفترة، فنعتبر كامل كمية التداول محايدة، ولا ندخلها في حساب المقياس. وفي الحالات التي يغلق فيها السهم في مكان آخر فتضاف أو تخصم نسبة من كمية التداول لقيمة المقياس، وذلك حسب مكان الإغلاق.

كمثال لطريقة الاستفادة من هذا المقياس، نجد في الشكل ١٢-٥٠ أن الأيام التي كان السهم يمر فيها بهبوط حاد كان مقياس AD ثابتاً مع ميل بسيط للصعود، مما يدل على أن هناك حالات تجميع يمر بها السهم، ويمكننا شراءه في هذا الوقت.



الشكل ١٢-٥٠: مقياس AD يكشف حالة تجميع حاصلة في هذا السهم.

ومثال آخر لاكتشاف حالات أوقات التجميع والتصريف، وبالتالي الدخول والخروج، نراه في الشكل ١٢-٥١، حيث يتم ذلك من خلال مراقبة كمية التداول واتجاه مقياس AD في الوقت نفسه. هنا نجد أن سهم مؤشر [نازداك ١٠٠] أخذ بالصعود بشكل قوي في ١٦ نوفمبر (الرقم ١ في الشكل) لمدة ٧ أيام، وكانت كمية التداول في تصاعد جيد، ومقياس AD يسير باتجاه صاعد. ولكن بدأت الكمية بالتناقص بشكل ملحوظ في اليومين الأخيرين مع ثبات إلى انخفاض في مقياس AD، الأمر الذي يؤخذ على أنه الوقت المناسب للخروج من السهم، وربما البيع شورت. بعد ذلك انخفض السهم (رقم ٢ في الشكل) بكميات كبيرة مع هبوط في مقياس AD ولم تأت علامة الشراء إلا بعد أن ازدادت الكمية وارتفع مقياس AD في ١ ديسمبر.

وهناك مقاييس أخرى لرصد حالات التجميع والتصريف، منها مقياس تدفق المال Money Flow Index، والذي يحسب بطريقة شبيهة بطريقة حساب مقياس آر أس آي، ولكن بأخذ كمية التداول بالاعتبار. وكما علمنا من شرح مقياس آر أس آي أن المقياس يقوم بجمع نقاط الارتفاع والانخفاض لفترة معينة ويدخلها في معادلة بسيطة ليجعل قيمتها تتأرجح بين ٠ و ١٠٠. فلو قمنا بضرب نقاط الارتفاع والانخفاض هذه بكمية التداول لظهر لنا مقياس تدفق المال، والذي يستخدم

بالطريقة نفسها التي نستخدم بها مقياس آر أس آي. وهناك مقاييس أخرى لتدفق المال يتم حسابها بطرق مختلفة عما ذكر هنا، إلا أنها تحاول القيام بالشيء نفسه.



الشكل ١٢-٥١: متابعة التغير في كمية التداول واتجاه مقياس AD لاكتشاف أوقات الدخول والخروج.

مقياس ARMS

مقياس آرمز يفيد في معرفة ما إذا كان المال داخلاً في السوق (وليس في سهم واحد فقط) أم خارجاً عنه. وتعود فكرة إنشاء هذا المقياس إلى ريتشارد آرمز الذي بدأ يستخدمه في عام ١٩٦٧م، وتتلخص فكرته في كونه يعطي مختصراً مفيداً لوضع السيولة في السوق، وذلك بمقارنة عدد الأسهم الصاعدة (Advancing Stocks)، ونرمز لها بـ AS، وعدد الأسهم الهابطة (Declining Stocks)، ونرمز لها بـ DS، ومن ثم مقارنة ذلك بكمية التداول للأسهم الصاعدة، Advancing Volume (AV) والأسهم الهابطة (DV) Declining Volume ، كما يلي:

$$ARMS = \frac{AS/DS}{AV/DV}$$

عندما تكون قيمة المقياس في أي وقت من الأوقات أعلى من واحد (١) فذلك يدل على أن نسبة كبيرة من المال قد "خرجت من السوق"، وإذا كانت قيمة المقياس أقل من واحد (١) فذلك يدل

على أن نسبة كبيرة من المال قد "دخلت السوق". لماذا؟ لاحظ أولاً أنه عندما يتساوى عدد الأسهم الصاعدة بعدد الأسهم الهابطة فإن الجزء الأعلى من المعادلة يساوي ١، وإذا تساوت كمية تداول الأسهم الصاعدة والهابطة فيصبح الجزء السفلي كذلك يساوي ١، وتكون قيمة المقياس ١، ويعد ذلك أمراً حيادياً. أما إذا كانت هناك حالات شراء كثيرة ولكن بكميات أسهم أقل من تلك المتحققة من حالات البيع فإن الجزء الأعلى من المعادلة يصبح أكبر من ١، والجزء الأدنى يصبح أقل من واحد، مما يجعل قيمة المقياس أعلى من ١، الأمر الذي يشير إلى أن نسبة المال الخارج من السوق أكثر مما هو داخل إليه، وهكذا.

يجب الانتباه هنا إلى أن المقياس يستعمل غالباً كدليل للدخول في السوق أو الخروج منه بطريقة معاكسة، بمعنى أنه عندما يتبين أن نسبة كبيرة من المال قد خرجت من السوق (قيمة المقياس أعلى بكثير من ١) فإن الوقت يكون مناسباً للدخول في السوق، والعكس صحيح. وينصح بعض المحللين باستخدام القيم الموضحة في الجدول ١٢ -١ لتوقيت الدخول والخروج من السوق، وذلك بإنشاء متوسط متحرك للمقياس لمتابعة توجه الأسهم على فترات أطول، ويستخدم في ذلك المتوسط المتحرك للمدد ٤ أيام، ٢١ يوماً، و٥٥ يوماً. وللتداول اليومي، يمكن استخدام المتوسط المتحرك لبضع ساعات (أو حتى لبضع دقائق) لمحاولة اكتشاف توجه الأسعار في الفترات القصيرة المقبلة.

الجدول ١٢ -١: قيمة مقياس آرمز تستخدم لتحديد وقت الدخول والخروج من السوق.

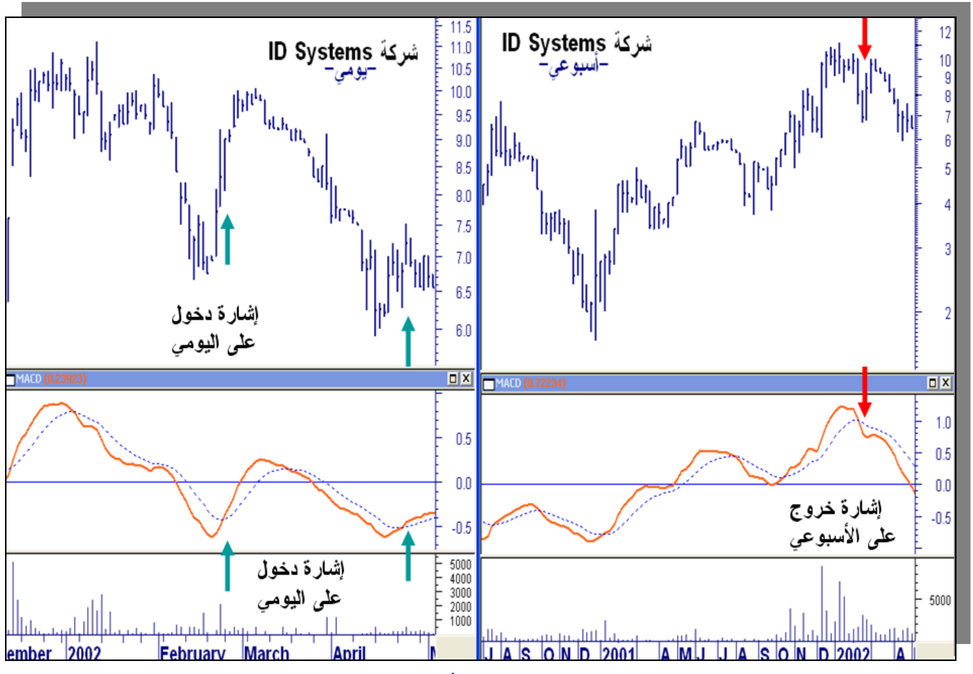
المتوسط المتحرك	وقت الدخول	وقت الخروج
٤ أيام	١,٢٥	٠,٧٠
٢١ يوماً	١,١٠	٠,٨٥
٥٥ يوماً	١,٠٥	٠,٩٠

يمكن متابعة المقياس من خلال البحث عنه في بعض مواقع التحليل الفني، أو حسابه بشكل يدوي أو تركيبه كمؤشر في برنامج [ميتاستوك].

الشاشات الزمنية

إن متابعة السهم حسب أوقات زمنية مختلفة مهمة جداً في عملية انتقاء الوقت المناسب للدخول أو الخروج من السهم. والفكرة هنا أن من الضروري على الشخص ألاّ يغفل الخارطة الزمنية الطويلة أثناء تحليل السهم. فنجد أن بعض المضاربين يقوم بمراقبة السهم على ثلاث خارطات زمنية مختلفة، مثلاً خارطة مكونة من أعمدة ٦٠ دقيقة (لمدة ١٠ أيام)، وخارطة مكونة من أعمدة يومية (لمدة ٣ أشهر) وخارطة مكونة من أعمدة أسبوعية (لمدة عامين). في هذه الحالة لو أن خارطة ٦٠ دقيقة أعطت علامة شراء حسب أي من المؤشرات الفنية أو حسب مسار الاتجاه أو غيرها من

الأسباب، ولكن تبين في وقتها أن الخارطة اليومية لم تؤيد القرار، فمن الأفضل عدم الشراء أو التريث بعض الوقت. والقاعدة هنا أن أفضل أوقات الشراء هي عندما يكون القرار مؤيداً من قبل الشاشات الثلاث. طبعاً من الممكن الاعتماد على خارطة ٦٠ دقيقة وتجاهل بقية الخرائط، ولكن يجب أن يعلم المضارب أنه يبحر في الواقع عكس التيار، أو أنه يقوم بذلك لأنه ينوي الخروج خلال ساعات معدودة وليس خلال أسابيع. هذه النقطة الأخيرة تعني أنه من الخطأ الشراء بناء على خارطة قصيرة عندما تكون نية الشخص الاحتفاظ بالسهم لمدة طويلة.



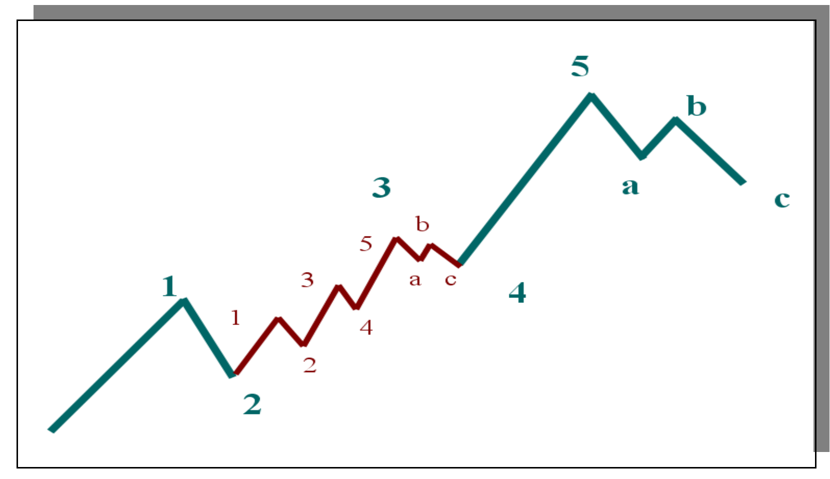
الشكل ١٢-٥٢: علامة الشراء على الخارطة اليومية حدثت أثناء وجود علامة خروج على الخارطة الأسبوعية.

في الشكل ١٢-٥٢ نجد أن الخارطة ذات الأعمدة اليومية (الجهة اليسرى) قد أعطت علامة شراء (حسب تقاطع مؤشر ماك دي) في يوم ٢٠٠٢/٢/٢٢م وكذلك مرة أخرى في ٢٠٠٢/٤/٢٤م، ولكن نجد في خارطة الأعمدة الأسبوعية أن مؤشر ماك دي قد أعطى علامة خروج واضحة في يوم ٢٠٠٤/٢/١٥م ولم يعط علامة دخول حتى آخر تاريخ في الخارطة. وبعد ذلك خسر السهم حوالي ٥٠٪ من قيمته في أقل من ٤ أشهر.

وللمضاربة اليومية يمكن تطبيق طريقة الشاشات الزمنية هذه على خارطات أعمدة ٥ دقائق وأعمدة ٦٠ دقيقة إضافة إلى خارطة يومية لمدة أسابيع قليلة، ليتمكن الشخص من تحديد أفضل الأوقات للدخول والخروج خلال ساعات قليلة.

موجات إليوت Elliot Waves

تعد نظرية موجات إليوت من أكثر نظريات التحليل الفني جاذبية لما توحي به من قدرة على التنبؤ بالمستقبل، ليس فقط فيما يخص الأسهم والاستثمار عامة بل حتى بجميع أوجه الحياة! تعود هذه النظرية إلى رالف نيلسون إليوت منذ نحو مائة عام والذي اكتشف أن حركة أسعار الأسهم تتبع موجات معينة ذات خصائص محددة، وإن هذه الموجات تتكرر بشكل دوري مدته تختلف من موجة لموجة وقد تمتد من دقائق معدودة إلى مئات السنين. يعتقد إليوت بأن حركة الأسعار في الاتجاه الصاعد تتبع خمس موجات رئيسية متصاعدة تليها ثلاث موجات فرعية أو مصححة للخمس موجات الأساسية، انظر الشكل ١٢-٥٣. كذلك تتبع حركة الأسعار في الاتجاه الهابط خمس موجات رئيسية هابطة تليها ثلاث موجات فرعية أو مصححة لتلك الخمس موجات الأساسية.



الشكل ١٢-٥٣: موجات إليوت تتكون من خمس موجات في اتجاه صاعد (مرقمة من ١ إلى ٥)، وثلاث موجات تصحيحية (a,b,c). هذه الموجات الثمانية تشكل دورة واحدة، ومن ثم تأتي دورة جديدة تبدأ بعد أن تنتهي موجة c، وكل موجة بدورها تحتوي على ثماني موجات.

والمهم ملاحظة أن هذه الموجات تأتي على عدة مستويات من دقائق إلى سنوات، مما يعني أن ظهور موجة c هي مجرد دليل على نهاية الدورة لأحد المستويات وبداية دورة جديدة، بمعنى أن هناك موجات c كثيرة تأتي حسب المستوى الذي يمر السوق فيه. وتسمى الدورات الطويلة التي تستغرق عدة عقود من الزمان بـ Grand Super Cycle، وإذا كانت لسنوات قليلة فتسمى بـ Cycle أو Super Cycle. كما أن الموجات الخمس تأتي في الاتجاه الهابط كذلك، وتكون الموجات الثلاث التصحيحية صاعدة (بدلاً من هابطة) لأنها تصحح الاتجاه القائم.

يبني إليوت نظريته هذه على أرقام فيبوناتشي المعروفة (Fibonacci Numbers) والتي من المعتقد أن أشياء كثيرة في الطبيعة تسير وفقاً لها[٢]، فهو يعتقد أن هناك دورات كبيرة قد تمتد إلى عدة سنوات وهناك دورات أقصر، وتوجد في داخل كل دورة دورات صغيرة مركّبة من الموجات الخمس والثلاث ذاتها، بمعنى أننا قد نجد في داخل كل موجة من الموجات الموضحة في الشكل موجات صغيرة عديدة، وإن ما نحتاج إليه هو تحديد بداية الدورة ومن ثم نستطيع أن نكتشف في أي موجة توجد الأسعار في الوقت الحاضر.

هناك من يعتقد أن الدورة الكبرى لسوق الأسهم الأمريكية قد بدأت في عام ١٩٣٢م وإن الموجة الخامسة منها قد بدأت في عام ١٩٨٢م. لمن يريد التعرف على هذه النظرية بشكل مفصل الرجوع إلى كتاب Elliot Wave Principle للمؤلف Robert Prechter.

لا ينصح باستخدام موجات إليوت مع أسهم فردية، بل هي تنطبق على المؤشرات الرئيسية للسوق، وذلك نتيجة كون الدورات تأتي نتيجة تصرف جموع كبيرة من البشر، وليس فقط عدد محدود قد يهتم بشركة واحدة. وأفضل طريقة لرسم الموجات تتم بواسطة استخدام مقياس Zig Zag المتوفر في كثير من برامج التحليل الفني (مثل ميتاستوك)، والذي يقوم برسم خطوط شبيهة بخطوط موجات إليوت الظاهرة في الشكل ١٢-٥٣، أو استخدام برامج متخصصة في تحليل الموجات وتعمل داخل برنامج ميتاستوك.

ويتبقى على المحلل تحديد المدة التي يريد رسم موجات إليوت بناءً عليها، وتحديد بداية الموجة الأولى، والتي ليست صعبة جداً، حيث إنها تبدأ عادة عند انطلاق الأسهم عقب فترة ركود طويلة، كما حصل في السوق الأمريكي في أول عام ١٩٩١م. ولكن الصعوبة تأتي في محاولة معرفة إن كان السوق هو في نهاية الموجة الخامسة أو في نهاية الموجة الثالثة، ويزيد التحليل صعوبة إن نطاق الموجة الخامسة كثيراً ما يأتي بشكل طويل (Extended). وهناك بعض القواعد الواجب إتباعها عند تحليل الموجات، منها أن كل موجة تصحيحية لا تتجاوز نقطة بداية الموجة المعاكسة لها، فمثلاً موجة ٢ لا تنخفض لأكثر من نقطة بداية موجة ١. كما يجب ألا تكون الموجة ٣ الأقصر من بين الموجتين ١ و ٥. وتستخدم نسب فيبوناتشي في تقدير التصحيح في مسار الموجات، كما في الموجات ٢ و ٤ وكذلك موجة a. على سبيل المثال، لو أن التصحيح لأي من الموجات تجاوز ٦١% فمن الممكن أن يكون ذلك نهاية الدورة، وخصوصاً إن حصل ذلك بعد الموجة الخامسة، فمن المحتمل أن يكون هناك هبوط كبير إلى أن تبدأ الدورة الجديدة، وغالباً يأتي التصحيح بمقدار ٣٨% أو ٥٠%. راجع الباب الأخير من الكتاب (صفحة ٥٤٩) لتطبيق هذه النظرية على السوق السعودي.

---

2 راجع ما تم ذكره عن هذه الأرقام في صفحة ٢٤٤.

وأخيراً، تبقى موجات إليوت من أهم النماذج الفنية المفيدة في معرفة التوجه العام للأسعار، ولكن تبقى الصعوبة في تعدد التفسيرات بشأنها وصعوبة الاعتماد عليها بشكل فردي، هذا بالرغم من وجود بعض البرامج المتخصصة التي تحاول القيام بالتحليل بدلاً من الشخص وتعتمد على حسابات رياضية مطلقة.

نقاط عامة ومقولات مشهورة

في هذا الجزء نقوم بالتطرق لبعض المفاهيم العامة لإيضاح كيفية عمل الأسهم والأسس التي تقوم عليها، وهي من المفاهيم الهامة للمحلل الفني ومن الواجب إدراكها لكي تتضح الصورة بشكل جيد للمحلل وللمتابع. ونقوم كذلك باستعراض بعض النصائح التي أتت على شكل مقولات توارثها المتداولون من جيل لآخر.

معنى العشوائية

ذكرنا أن بعض الأكاديميين يعتقد بأن حركة الأسهم تتم بطريقة عشوائية بحتة، وذلك انطلاقاً من فرضية كفاءة السوق التي تقول بأن أي محاولة للتغلب على أداء السوق تعتبر محاولة بائسة وغير منطقية. لذا فمن يؤمن بهذه الفرضية بشكلها القوي (راجع صفحة ١٣٨) يرى أن أفضل شيء يمكن القيام به هو السير مع السوق ككل، أي بشراء أسهم السوق ككل ممثلاً في أسهم [أس آند بي ٥٠٠] أو غيرها من المؤشرات التي تمثل السوق. وهذا يقود للتساؤل التالي:

سؤال

ماذا لو أن شخصاً قام بتداول أحد الأسهم بطريقة عشوائية بحتة لمدة ١٠ سنوات، بحيث يشتري ويبيع بدون سبب وبدون أي تحليل، وبدون حتى النظر إلى سعر السهم أو الاستماع إلى أي خبر أو معلومة عن هذا السهم؟ ماذا تتوقع أن يكون أداء هذا الشخص في نهاية العشر سنوات؟ هل تتوقع أنه سيخسر؟ أم سيربح؟ الجواب، لا هذه ولا تلك! إذاً هل سيبقى رأس ماله كما هو؟ الجواب، مرة أخرى كلا. إذاً هل نقول أن أداءه سيكون عشوائياً بحيث إنه قد يربح وقد يخسر وقد لا يتغير رأس ماله؟ الجواب الذي قد يستصعب على البعض فهمه أنه حتى في هذا الحالة يبقى الجواب كلا. عجيب حقاً! يعني أننا لا نستطيع أن نقول إنه سيربح ولا سيخسر ولا سيبقى رأس ماله كما هو ولا أن نتيجته ستكون عشوائية! كيف يمكن تفسير ذلك؟

الجواب العلمي الصحيح هو أن أداء الشخص سيكون شبيهاً إلى حد كبير بأداء السهم الذي تم تداوله؟ فإن كان أداء السهم بعد عشر سنوات حقق ارتفاعاً بمقدار ١٠٠٪، فنتوقع أن يكون أداء الشخص إيجابياً وربما قريباً لهذا الأداء، وهكذا. لاستيعاب هذه الفكرة تخيل لو أن السهم منذ أول يوم أخذ بالارتفاع كخط مستقيم صاعداً إلى

الأعلى، أي أنه كل يوم يغلق بسعر أعلى من اليوم السابق. فهل تعتقد من يشتري ويبيع بطريقة عشوائية بحتة سيخسر على الإطلاق؟ بالطبع لا، لأنه في كل مرة يشتري لا بد أن يبيع بسعر أعلى من سعر الشراء، لأن سعر السهم في هذا المثال الافتراضي لا ينخفض أبداً.

إذاً، هنا نرى كيف أن من يشتري ويبيع بطريقة عشوائية يحقق أحياناً نتيجة جيدة، ليس لأنه مدرك لما يقوم به أو لأن لديه طريقة جيدة، ولكن لأن السهم نفسه (أو السوق ككل) سار باتجاه صاعد. لذا فإن من يؤمن بأن الأسهم تتبع مساراً عشوائياً (كما يظنه الذين يرون أن سوق الأسهم تتمتع بكفاءة عالية) ليس لهم إلا تنويع استثماراتهم بحيث يتطابق أداؤهم مع أداء السوق.

شروط الربح

هل تعتقد، على سبيل المثال، بأن على من يشتري ويبيع ١٠٠ مرة أن يكسب في ٥١ مرة أو أكثر من هذه المرات ليخرج في النهاية رابحاً؟ الجواب بالطبع لا. إذاً هل يمكن أن يخسر الشخص في ٥١ مرة من هذه المرات أو أكثر ويخرج رابحاً في النهاية؟ الجواب، إن بالإمكان أن يخسر الشخص ٩٩ مرة ويربح في واحدة فقط من هذه المرات بمقدار يكفي لتغطية ما خسره في الـ ٩٩ مرة، ويخرج رابحاً في النهاية.

هذه النقطة تعني أن الشخص الذي يخرج من سهمه بأقل قدر من الخسارة، وعندما تسير الأمور في الاتجاه السليم لا يخرج من السهم بسرعة، يمكن أن يحقق نتيجة جيدة، حتى وإن باع واشترى بطريقة عشوائية! فما بالك لو أنه طعّم عملية الاختيار هذه بأسلوب فني أو أساسي سليم؟ وهذه في الواقع مقولة معروفة مفادها أن على الشخص قص خسارته بسرعة وترك أرباحه تستمر[٣]، وهي مقولة مفيدة ومنطقية.

الشائعة والخبر

هناك مقولة "اشتر على الشائعة وبع على الخبر"، وهي مقولة صحيحة والمقصود بها أنه في كثير من الأحيان يتصاعد السهم لأن هناك شائعة أو تسرباً لخبر قد يصدق أو لا يصدق في النهاية، ولكن المؤكد أن الناس يشترون عند ظهور بوادر الخبر واستمراره في الانتشار، لذا فمن الأفضل الشراء معهم. ولكن لا بد من البيع حالما يتأكد الخبر ويخرج على الملأ، لأن من اشترى قد حصل على ما كان ينشده من ربح، وبالتالي فهو الآن يبحث عن مشتر لأسهمه ليتمكن من تحقيق الربح الفعلي وليس الورقي. ويمكن فهم هذه المقولة على أنه بعد أن يتأكد الخبر يكون السهم قد تجاوب بما فيه الكفاية مع إيجابية الخبر، ولم يعد هناك مجال للارتفاع. أو بشكل آخر، إن جميع من كان

[3] Cut your losses short and let your profits run.

يرغب في الشراء قد اشترى في الواقع، ولم يعد هناك المزيد من المشترين، فلا بد للسهم أن يهبط.

المنخفض والمرتفع

تعود الناس في حياتهم العامة على أنه عندما ينخفض سعر سلعة ما فإنها تكون مغرية للشراء أكثر من ذي قبل. فإذا كان سعر كيلو فاكهة الفراولة بعشر دولارات، وانخفض إلى سبع دولارات فيقبل عليه الناس بكثرة، وهذا شيء طبيعي ومنطقي. المشكلة في ذلك تأتي عندما يقوم الشخص بتطبيق هذا الأسلوب على الأسهم! فتجده يشتري السهم المنخفض لأنه "رخيص"، أو على الأقل أرخص مما كان عليه سابقاً. تسمى هذه الطريقة بطريقة الشراء على المنخفض والبيع على العالي[٤]، والأفضل من ذلك طريقة الشراء على العالي والبيع أعلى (Buy high, sell higher)، والمقصود بها أن من يشتري السهم القوي المرتفع سيتمكن في الغالب من بيعه بسعر أعلى لأنه سهم قوي وحي، لا سهم ضعيف يوشك على الموت.

السكين الساقطة

لو أن شخصاً قام بقذف سكين حادة من سطح مرتفع، فمن الأفضل عدم محاولة مسكها قبل أن تسقط تماماً وتستقر على الأرض، وعندها يمكن التقاط السكين بهدوء من نصالها، وإلا فإن السكين ستجرح يد ملتقطها بقوة. والمقصود بهذه المقولة أن محاولة شراء سهم ساقط قد تكون مكلفة، حيث يحدث كثيراً أن يستمر السهم بالسقوط ولا يرتد بسرعة. لذا فالأفضل انتظار السهم حتى ينتهي البيع الذي يواجهه ويبدأ ببناء قاعدة جديدة يمكن الشراء عندها.

السقوط أسهل من الصعود

اكتشف الناس منذ أيام تشارلز داو وقبله أن السهم يحتاج إلى جهد كبير كي يرتفع، ولكنه يحتاج إلى جهد قليل جداً كي ينخفض، فيقال إن السهم يسقط تلقاء وزنه ولا يحتاج إلى جهد لحصول ذلك. وهذا يفسر الظاهرة المعروفة التي ينخفض فيها السهم بشكل أسرع مما يرتفع فيه، فيقال إن السهم يقضي ثلثي وقته في الصعود والثلث الباقي في خسارة ما ربحه خلال الثلثين الأولين. ولو فكرت قليلاً في هذا المفهوم لوجدت أنه منطقي للغاية. فلكي يرتفع السهم لا بد أن يأتي مشترون راضون بدفع قيمته الحالية، ولكن الهبوط يحدث بسبب عدم وجود مشترين، وطبيعي أن يكون عدم وجود مشترين أسهل بكثير من وجود مشترين!

---

4 Buy low, sell high.

عدم عقلانية الأسهم

هناك مقولة مشهورة لـ John Maynard Keynes، الاقتصادي التاريخي المعروف الذي جاء بنظريات كثيرة مخالفة لمفاهيم الاقتصاد الكلاسيكي التي تبناها قبله آدم سميث، يقول فيها إن من الممكن للسوق أن يتصرف بشكل غير عقلاني أطول مما يمكنك أن تتحمل[5]. والمقصود هنا أن السهم (أو السوق) يمكن أن يستمر في اتجاه لا تتوقعه، أو تستبعده بناءً على أسس منطقية وعلمية، ويستمر على هذا المنوال فترة طويلة قد لا يسمح بها رأس مالك. وهذه المقولة تؤكد بشكل آخر أن من الضروري التخلص من الخسارة بسرعة، لأن السهم قد يستمر في تصرف غير عقلاني فترة طويلة جداً.

الطريقة أهم من النتيجة

هذه مقولة أرددها كثيراً في دورات الأسهم التي أقدمها، والمقصود فيها أن الشخص الذي يلتزم بطريقة سليمة ذات نسبة نجاح عالية، فإن أداءه سيكون أفضل من أداء شخص يلعب بطريقة عشوائية. فلو أن شخصاً أتى إليك فرحاً بربح حققه بمقدار ١٠% خلال يومين، وعند سؤاله عن الطريقة التي اتبعها أجابك بأنه لا يعلم كيف ربح، بل مجرد محاولة طائشة أدت إلى هذا الربح. وشخص آخر أتى إليك حزيناً لأنه خسر ١٠% خلال يومين بالرغم من أنه التزم بطريقة سليمة ونظام صارم، فالأجدر بك أن توبخ الشخص الذي ربح ١٠% وتمتدح الشخص الذي خسر ١٠%، لأن الطريقة أهم من النتيجة.

أدوات المحلل الفني

لم نحاول في هذا الفصل التوسع في دراسة التحليل الفني، بل قمنا فقط بالتطرق لبعض المفاهيم العامة التي من شأنها مساعدة المستثمر على تفهم ما يصبو إليه هذا الجانب الهام من طرق الاستثمار والمضاربة. فيما يلي نقوم باستعراض أهم البرامج المستخدمة في هذا المجال.

برنامج MetaStock

يعد هذا البرنامج من أشهر البرامج المستخدمة من قبل المحترفين الفنيين، والذي بواسطته يستطيع المستخدم أن ينشئ شتى أنواع الخرائط ويتحكم بشكلها بطرق مختلفة، ويستفيد من قدرات البرنامج (انظر الشكل ١٢-٥٤)، والتي نوجزها فيما يلي:

---

[5] Markets can remain irrational longer than you can remain solvent.

- الخرائط الفورية Live charts: عند شراء النسخة الاحترافية من البرنامج (Professional version)، يستطيع المستخدم أن يرتبط بمزود خدمات فورية ويستطيع متابعة الأسعار الفورية والخرائط الحية.
- المقاييس أو المؤشرات Indicators: من الممكن من خلال برنامج ميتاستوك الحصول على عدد كبير من المؤشرات الفنية، ويمكن للمستخدم تصميم مقاييس خاصة به تعمل حسب أي طريقة يراها مناسبة، أو أن يقوم بتركيب مقياس مكون من عدة مقاييس. على سبيل المثال، يمكن إنشاء مقياس جديد يعمل حسب دراسة حالة السعر وكمية التداول للسهم ورسم ذلك في أعلى الخارطة.
- البحث Explorer: هو برنامج يتيح للمستخدم البحث عن أسهم لها خصائص فنية معينة. على سبيل المثال، يمكن البحث عن أسهم يكون فيها مقياس ماك دي قد قطع خطه المتوسط، أو عن أسهم للتو قد انطلقت إلى الأعلى، أو أسهم فيها أحد نماذج الشموع اليابانية، وما إلى ذلك. ويمكن أن يتم البحث من خلال خرائط يومية أو خرائط أعمدتها بالدقائق أو الخمس دقائق أو أي فترة زمنية أخرى. لذا يمكن للشخص أن يبحث في عدد كبير أو صغير من الأسهم عن سهم قد انطلق قبل خمس دقائق من منطقة مقاومة قوية، أو عن سهم سعره اليومي قد أغلق بالأمس لأول مرة منذ فترة طويلة فوق المتوسط المتحرك لمدة ٥٠ يوماَ، وهكذا. هناك بعض الأمثلة الجيدة تأتي مع البرنامج ويمكن تجربتها باختيار Explorer من قائمة الأدوات.
- المستشار الخبير Expert Advisor: هو عبارة عن برامج جاهزة أو يكتبها المستخدم بنفسه تفيد في تحليل وضع أي خارطة يحددها المستخدم. على سبيل المثال، يمكن الاستفادة من المستشار في تحليل وضع الشموع اليابانية لسهم ما عند ظهورها على الخارطة، ويمكن شراء مشورة من أحد المواقع المختصة وإنزالها في ميتاستوك، والاستفادة من خبرة الشخص الذي أعدها. وهناك بعض الأمثلة الجيدة تأتي مع البرنامج ويمكن تجربتها باختيار Expert Advisor من قائمة الأدوات.
- إجراء التجارب System Tester: في هذا الجزء من ميتاستوك يمكن للمستخدم تجربة فكرة ما على البيانات التاريخية للسهم أو لعدة أسهم معاً، وتقييم جودة هذه الفكرة. على سبيل المثال، يمكن للشخص تجربة طريقة الشراء عندما يتجاوز سعر السهم متوسط ١٣ يوماً إلى الأعلى، والبيع عندما يقطعه نزولاً، أو الشراء والبيع حسب إشارات مقياس سار (SAR)، وغيرها من الدلائل والمؤشرات. ويتم ذلك بافتراض مبلغ معين من المال وتجربة الطريقة على أي عدد

من الأسهم ولأي فترة زمنية (قد تمتد إلى سنوات)، وذلك لمعرفة مدى نجاح هذه الطرق مع الأسهم التي يتعامل معها الشخص.

ومن خلال النسخة الاحترافية من البرنامج يستطيع المستخدم أن يرتبط بمزود خدمات فورية ويستطيع متابعة الأسعار الفورية والخرائط الحية، والاستفادة من قدرات البرنامج المذكورة أعلاه خلال التداول اليومي، وليس فقط حسب أسعار آخر اليوم.

بقي أن نقول إن الاستفادة المثالية من هذه القدرات المتوفرة في البرنامج تحتاج من المستخدم معرفة لغة ميتاستوك، وهي لغة خاصة شبيهة باللغة المستخدمة في برامج الجداول (Spreadsheet)، ومن خلالها يمكن التحكم بميتاستوك بشكل جيد. وبالطبع يستطيع المستخدم غير الملم بهذه اللغة أن يشتري برامج جاهزة للبحث والمشورة، أو برامج تحتوي على مقاييس خاصة تعمل حسب أسس معينة قام بتصميمها أحد الخبراء. كما أن ميتاستوك يأتي مزوداً بعدد من هذه البرامج والتي يمكن الاستفادة منها، والتعلم منها.



الشكل ١٢-٥٤: استخدام برنامج ميتاستوك.

أما تكلفة برنامج ميتاستوك فهي مرتفعة نوعاً ما، حيث تصل قيمة النسخة العادية لأكثر من ٥٠٠ دولار، والنسخة الاحترافية لحوالي ١٥٠٠ دولار، يضاف إلى ذلك تكلفة الحصول على الأسعار الآنية والتي تصل إلى حوالي ١٠٠ دولار في الشهر. ويمكن الحصول على البرنامج من شركة [أكويس] التابعة لشركة [رويترز] على العنوان التالي: http://www.metastock.com

برنامج إي سيغنال eSignal

يعد برنامج eSignal من أهم البرامج التي تزود المستخدم بالأسعار الفورية والخرائط الفورية، إضافة إلى عدد كبير من البرامج الملحقة والتي تقوم بمختلف التحليلات والاستنتاجات المفيدة. يختلف هذا البرنامج عن ميتاستوك في عدة أشياء، أهمها إنه يقدم أسعار المستوى الثاني والأخبار الفورية، ويقدمها بطريقة ذكية من خلال رمز السهم فقط. على سبيل المثال، يمكن للمستخدم إنشاء عدد من الشاشات تخص سهماً واحداً واستعراضها في آن واحد. فتكون هناك شاشة لأسعار المستوى الثاني، وشاشة للأخبار الفورية، وشاشة لخارطة حية ذات أعمدة خمس دقائق، وشاشة أخرى للمعلومات المالية للسهم، وهكذا. وتأتي ميزة البرنامج في أنه بمجرد تغيير رمز السهم تتغير جميع الشاشات لتبين معلومات الرمز الجديد، فلا يحتاج المستخدم لتغيير كل شاشة على حدة.

ويحتوي البرنامج على خصائص كثيرة شبيهة بتلك المتوفرة في ميتاستوك، ولبرمجة هذا البرنامج تستخدم لغة جافا المعروفة. أما تكلفة هذا البرنامج فهي مرتفعة نوعاً ما حيث تصل في المعدل إلى حوالي ٢٠٠ دولار شهرياً، وذلك حسب احتياجات المستخدم من الأسعار والخدمات التي يحددها.

مواقع التحليل الفني

بالإضافة إلى ما يمكن القيام به من خلال خدمة [ياهو] (راجع صفحة ٣٠٤ للتعرف على الموقع، وصفحة ٣١٨ للتحليل الفني كاستعراض خرائط الأسعار والعديد من المقاييس الفنية كالمتوسط المتحرك وأشرطة بولينجر وغيرها)، إلا أن المحترف يحتاج اللجوء إلى أحد المواقع المتخصصة مثل موقع ستوك تشارتس StockCharts (الشكل ١٢-٥٥)، وهو من المواقع المجانية، (راجع دليل المواقع صفحة ٣٣٠ لمواقع أخرى مختصة في الخرائط). وهناك موقع ستوك فتشر (StockFetcher) الذي يمكن من خلاله البحث عن أي من النماذج التي تطرقنا لها، أو البحث حسب قيم معينة للمتوسطات المتحركة أو حسب قيمة مقياس آر أس آي، وغيرها.

هناك بعض المواقع المتخصصة في التحليل الفني والتي تقوم بتحليل الرسومات البيانية، وعرض نتائجها على شكل قوائم تمكن الشخص من استعراضها ودراستها. فتجد أن هناك قائمة بالشركات التي يبدو أن خرائط أسهمها أظهرت نموذج رأس وكتفين، وقائمة أخرى لأسهم ظهر فيها حرف W،

وهكذا. ولكن يجب الانتباه إلى أن هذه النتائج مجرد آراء، ولا تخرج عن مجرد كونها ناتجة عن تفسير معد القوائم (أو الكمبيوتر الذي يستخدمه) لطبيعة هذه الرسومات البيانية. ومن تلك المواقع هناك خدمة Market Screen على العنوان التالي:

http://www.marketscreen.com



الشكل ١٢-٥٥: خرائط ستوك تشارتس المجانية والتي فيها إمكانيات جيدة.

الخلاصة

تطرق هذا الفصل إلى مفهوم التحليل الفني للأسهم ورأينا العديد من النماذج المستخدمة من قبل المحللين الفنيين. ومرة أخرى نشير إلى أن أسلوب التحليل الفني للأسهم لا يعتبر منهجاً صحيحاً للاستثمار، وقليل من المستثمرين التقليديين يؤمن به كوسيلة استثمارية بحد ذاته، إلا أنه مفيد جداً على المدى القصير، ويفيد في تحديد أفضل وقت للدخول أو الخروج حتى على المدى الطويل. أي أنه كما ذكرنا، كثير من المستثمرين يأخذ بالتحليل الفني بعد أن يكون انتهى من التحليل الأساسي، ويريد فقط معرفة إن كان الوقت الحالي مناسباً للدخول أو الخروج أو الانتظار. وبكل تأكيد، نجد أن التحليل الفني يعد أفضل سلاح في يد من يرغب الاستثمار على المدى القصير (أي البيع والشراء خلال أسابيع قليلة)، وهو بلا شك أفضل من المضاربة العمياء التي تتم بصورة عشوائية ويخسر فيها الشخص أموالاً كبيرة.

4

الباب الرابع

التداول عبر الإنترنت

الفصل الثالث عشر

الإنترنت والمستثمر

في هذا الفصل

- ماذا تقدم الإنترنت للمستثمر، وما هي المهارات اللازمة للتعامل بها؟
- ما الخدمات المتوفرة عن طريق موقع [ياهو] المالي وكيف يمكن الاستفادة منها؟
- أين تعرض البيانات المالية على الإنترنت وكيف يتم فهمها وتفسيرها؟
- كيف ينشئ الشخص محفظة إلكترونية ويتابع ما لديه من أسهم عن طريقها؟ وكيف ينشئ محفظة وهمية ويدخل في مسابقات مع الآخرين؟
- ما أشهر المواقع الاستثمارية على الإنترنت وماذا يقدم كل موقع بشكل مفصل؟
- كيف يتم البحث عن السهم المناسب في الإنترنت حسب خصائص معينة؟



عبارة عن شبكة معلومات ضخمة تغطي معظم أنحاء العالم وتتكون من عدة شبكات مرتبطة فيما بينها بخطوط اتصال فائقة السرعة، وتتعامل مع أجهزة مختلفة وبرامج شبكية خاصة تعمل جميعا بلغة مشتركة، تسمى لغة تي سي بي TCP/IP. هذه الشبكة العظيمة جعلت من الممكن للمؤسسات والأفراد في أي مكان في العالم نشر ما لديهم من معلومات في أي مجال وتقديم ما لديهم من خدمات إلكترونية بطريقة سريعة ورخيصة، وأن تتيح الوصول إلى هذه المعلومات والخدمات من أي مكان وفي أي وقت من الأوقات.

ومن أكثر المعلومات وفرة في الإنترنت نجد المعلومات المالية والتجارية المختلفة. فقبل سنوات قليلة كان على المستثمر دفع مبالغ طائلة للحصول على معلومة معينة، يجدها هذه الأيام بشكل مجاني في عدة أماكن على الإنترنت. وكان بعض المستثمرين يشدون الرحال إلى واشنطن والتوجه لمكتبة الكونجرس ليجدوا فيها أحدث البيانات المالية، وفي أفضل الحالات تجدهم يقصدون مكاتب الوسطاء والغوص في مطبوعات [أس آند بي] أو فاليو لاين Value Line بحثاً عن قيمة العائد على حقوق المساهمين لإحدى الشركات. بل كان على الشخص الذهاب للوسيط أو الاتصال عبر

الهاتف لمجرد معرفة سعر السهم أو الاستفسار عما إذا كان هناك خبر جديد أو إعلان هام من إحدى الشركات!

لقد تغير كل ذلك مع ظهور الإنترنت بما تحتويه من زخم هائل من المعلومات في شتى المجالات. فهي توفر إمكانية الحصول على الأسعار الآنية (Real-time Quotes) لأي شركة في معظم أسواق العالم، وتقوم بإيصال المستثمر بالوسيط مباشرة، وتمكنه من البيع والشراء خلال ثوان قليلة، وتوفر معلومات كثيرة عن الشركات وأرقام وإحصائيات مختلفة وتحاليل خاصة من خبراء الأسهم والمحترفين. كذلك يمكن زيارة مواقع الشركات على الإنترنت والاطلاع على ما لديها من منتجات وقراءة آخر ما لديها من أخبار وتطورات هامة. أو قد يقرر المستثمر الاطلاع على آراء غيره من المستثمرين حول مستقبل الشركة وذلك من خلال مواقع مخصصة للنقاش والحوار وتبادل الآراء.

بعض المهارات اللازمة للتعامل مع الإنترنت

هنا لن نتحدث بتفاصيل عن الإنترنت وكيفية الدخول إليها والتعامل معها نظراً لوجود العديد من الكتب العربية والإنجليزية التي تغطي الموضوع بشكل مفصل وكامل. هنا نشير فقط إلى بعض المهارات المعينة التي من الضروري على المستثمر إتقانها بشكل جيد لكي يتمكن من الاستفادة من الإنترنت بشكل فعال، ومنها ما يلي:

- القص واللصق.
- حفظ اسماء المواقع في دفتر العناوين.
- التعامل مع برنامج الجداول (Spread Sheet Programs).

النسخ والقص واللصق

بإمكان المستخدم الحصول على نسخة من أي فقرة نصية (Text) يجدها على الإنترنت ويتصرف بها كيفما يشاء. فلو أن أحداً ذكر عنوان موقع ما وتود زيارة ذلك الموقع فمن السهل القيام بنسخه (أو قصه) وإلصاقه في المكان المخصص لإدخال العناوين في المتصفح. تستخدم هذه الطريقة لنسخ مختلف الأشياء التي تصادف المستثمر أثناء تجواله في الإنترنت، ومن المناسب القيام بإنشاء ملف للملاحظات وأسماء الشركات ورموزها وترك الملف مفتوحاً دائماً لتسهيل عملية تدوين الملاحظات والرجوع إليها عند الحاجة.

حفظ أسماء المواقع في دفتر العناوين

يجب على المستثمر الإلكتروني تنظيم ما لديه من عناوين في دفتر العناوين (Bookmarks) الموجود في جميع المتصفحات. ونظراً لاختلاف طريقة استخدام دفتر العناوين من متصفح لمتصفح فمن الأفضل الرجوع إلى أحد كتب التعريف بالإنترنت لمعرفة كيفية إضافة وحذف العناوين. الشيء المهم معرفته هو أنه بالإمكان تنظيم دفتر العناوين بحيث يكون هناك قسم للأخبار وآخر للمعلومات الأساسية والمعلومات الفنية، وقسم لمزودي خدمات الأسعار وآخر لوسطاء الأسهم وهكذا.

التعامل مع برنامج الجداول Sheet Programs Spread

يعد برنامج الجداول من أهم البرامج المخصصة للتعامل مع الأرقام وإجراء الحسابات الرياضية المختلفة، وعن طريقه يستطيع الشخص إجراء الحسابات المالية المختلفة التي يقوم بإنزالها من الإنترنت وتحليلها. على سبيل المثال، يستطيع الشخص إجراء مقارنة لنمو المبيعات من فصل لآخر ومقارنة ذلك بنمو الأرباح، أو أن يقوم بحساب بعض مقاييس الأداء كالحصول على مكرر الأرباح من قسمة السعر على ربح السهم، وغيرها. وهذا البرنامج ليس ضرورياً لإجراء التحليلات الأساسية أو الفنية، إلا أنه مفيد جداً ويمكن أن يساعد في ذلك.

المواقع المالية على الإنترنت

تختلف مصادر المعلومات المالية المتوفرة على الإنترنت، فمنها ما يتبع مؤسسات مالية كبيرة مثل بيوت كبار المحللين ومؤسسات الوساطة، والبعض الآخر يتبع لشركات متخصصة كالوكالات الإخبارية أو بوابات الإنترنت الكبيرة. وهناك بالطبع مواقع تم إنشاؤها من قبل أفراد أو مؤسسات صغيرة وتقدم خدمات استشارية أو معلومات تحليلية متنوعة، ومثل هذه المواقع يجب الحذر عند التعامل معها، فالبعض قد لا يتمتع بالمصداقية المطلوبة والبعض منها قد يعد بنتائج معينة قد لا تكون صحيحة. هنا يجب الانتباه إلى أنه من السهل إنشاء موقع والادعاء بقدرة صاحبه على تحديد أوقات الدخول والخروج من الأسهم إذا عرفنا أن من الممكن لهذا الموقع تحقيق ربح معقول وسريع بمجرد اشتراك عدد قليل من العملاء عن طريقه، بغض النظر عن جودة ما لديه من توصيات. لذا فمن الأفضل عدم التعامل مع أي موقع لا يتبع لجهة كبيرة ومعروفة، أو على الأقل تقييم الموقع من خلال عدد الإعلانات التي تقدم من خلاله وحجمها أو من خلال آراء من قاموا بتجربته.

هناك الكثير من المنظمات الحكومية والتجارية تقوم بنشر ما لديها من معلومات على الإنترنت بشكل مجاني، إما لأنها مطالبة نظاماً ببث مالديها من معلومات أو لأنها تود استقطاب عدد كبير من

المتابعين لترفع من أسعار الإعلانات عن طريقها. بأي حال من الأحوال إنها فرصة عظيمة لمستثمر اليوم أن يجد هذه المعلومات القيمة رهن إشارة إصبعه من على لوحة مفاتيح الكمبيوتر.

موقع [ياهو] المالي[1] (Yahoo! Finance)

يعتبر موقع [ياهو] المالي (http://finance.yahoo.com) من أكبر المواقع التي تُعنى بالاستثمار وأهمها على الإطلاق، وأكثرها شعبية نظراً لما يحتويه من معلومات هائلة وما له من سهولة في الاستعمال. هنا سوف نتحدث عن هذا الموقع وكيفية الاستفادة منه بالشكل المطلوب، ولن نقوم باستعراض خطوات الاستعمال بالشكل التفصيلي الممل، بل سنحاول استعراض محتوياته وما فيه من معلومات وخدمات بالشكل الذي يمكّن القارئ من الاستفادة من الموقع بشكل جيد وفعّال.

توجه إلى الموقع وقم بالتسجيل لدى [ياهو]، وإذا كنت من مستخدمي [ياهو] فلا تحتاج للتسجيل سوى مرة واحدة. بعد التسجيل واختيار رمز المستخدم (Userid) وكلمة المرور (Password) توجه إلى الموقع لتجد الصفحة الرئيسية، والتي من خلالها تستطيع أنشاء محفظة أو عدة محافظ لمتابعة الأسهم، وتقوم بإجراء التحليلات المالية والفنية اللازمة.

إنشاء محفظة أسهم Portfolio

قم أولاً بفتح محفظة خاصة بك (Portfolio) تضع فيها بعض المعلومات عن الأسهم التي تتابعها أو تلك التي تملكها، وبإمكانك فتح عدة محافظ باسماء مختلفة ولأغراض مختلفة. فتستطيع إنشاء محفظة لأسهم التكنولوجيا وأخرى لأسهم الطاقة وأخرى للأسهم عالية الخطورة وهكذا.



تتم عملية إنشاء المحفظة باختيار Create والتي تجدها مقابل كلمة Portfolio في أعلى الشاشة، وعند دخولك إلى نموذج Create قم باختيار Track a symbol watch list ومن ثم قم بإعداد محتويات المحفظة كما يلي:

---

[1] بالطبع إن موقع [ياهو] يتغير باستمرار، لذا قد لا يكون الموقع مطابقاً تماماً لما هو مذكور هنا.

الخطوة الأولى: قم باختيار اسم معين للمحفظة وليكن Tech، واترك نوع العملة بالدولار كما هو عليه.

الخطوة الثانية: ادخل رموز الأسهم (Symbols) التي ترغب في متابعتها، وإذا لم تكن تعرف رمز الشركة ادخل مؤقتاً الرموز IBM، CSCO، INTC، ولاحقاً تستطيع البحث عن الرمز بواسطة اسم الشركة أو الجزء الأول منه (وذلك بضغط الرابط Look Up Symbol). بعد ذلك ضع علامة "✓" عند المؤشرات التي ترغب في إضافتها للمحفظة، كمؤشري [داو جونز] و [نازداك].

الخطوة الثالثة: اختر الترتيب الأبجدي للرموز لتظهر بالتسلسل عند عرضها على الشاشة، وقم باختيار العرض المفصل للمحفظة Detailed لتتمكن من عرض المحفظة بشكل مفصل.



الخطوة الرابعة: هذه الخطوة اختيارية وعن طريقها تستطيع تحديد عدد الأسهم التي تملكها وسعر الشراء وتاريخه والعمولة المدفوعة، وتحتاج أولاً الضغط على Finished ومن ثم الضغط على كلمة Edit التي تجدها عند اسم المحفظة التي اخترت. وعادة لا تحتاج إلى إدخال كل هذه التفاصيل في كل محفظة تقوم بإنشائها ولكنها مفيدة لمن يود متابعة أداء محفظته والتحكم بها. على سبيل المثال، قد تحتاج إلى إدخال الحدين الأعلى والأدنى لسعر السهم إن كنت تود أن يتم إشعارك حين يتجاوز سعر السهم أحد هذين الحدين، وبذلك تتلافى ضرورة متابعة كل سهم بشكل دائم، خصوصاً إذا كنت تتابع عدداً كبيراً من الأسهم (مائة سهم مثلاً). بعد تحديد الحد الأعلى أو الأدنى أو معاً تقوم [ياهو] بوضع علامة "^" عند سعر السهم في المحفظة

وذلك في حالة تجاوز السهم الحد الأعلى، وتضع علامة "v" في حالة انخفاض السهم إلى ما دون ذلك الحد.

عند الانتهاء من هذه العملية (بالضغط على زر Finished) سوف تجد اسم المحفظة التي تم إنشاؤها في المكان المخصص للمحافظ (Portfolios)، ويمكنك الاطلاع على محتوياتها بالضغط على اسم المحفظة.

استعراض المحفظة View

تتيح [ياهو] استعراض المحفظة بعدة طرق، تسمى Views تجدها على السطر العلوي للمحفظة، ومنها الطريقة المفصلة (Detailed) والتي اخترناها حين قمنا بإنشاء المحفظة في الفقرة السابقة. أما الطرق الأخرى فهي تشمل ما يلي:

- الطريقة المختصرة (Basic) **تعرض فيها البيانات على سطر واحد بدون إظهار خارطة السهم، وهي مفيدة لمن يقوم بالاتصال بالإنترنت بسرعة بطيئة، أو من يود استعراض عدد كبير من الأسهم بطريقة سريعة.**
- طريقة المتابعة اليومية (Daywatch) **والتي تعطي معلومات أكثر من الطريقة المختصرة، إضافة إلى أنها تُظهر علامة تجاوز السعر أحد الحدين الأعلى أو الأدنى، كما ذكرنا قبل قليل.**
- طريقة الأداء (Performance) **والتي تبين مدى الربح أو الخسارة في المحفظة بالدولار وبالنسبة المئوية.**
- طريقة الأسعار الآنية (Real-time ECN) **وفيها يمكن متابعة الأسعار الآنية بشكل مجاني، ولكن يجب الانتباه إلى أن هذه الأسعار ليست الأسعار الآنية للبورصة ولا لـ [نازداك] بل هي أسعار شبكات التداول الخاصة، وأسعارها قريبة للأسعار الرسمية ولكنها ليست مطابقة.**
- إنشاء طريقة جديدة (Create new view) **هنا تستطيع إنشاء طريقتك الخاصة بحيث تحدد ما يعرض فيها من معلومات، وتستطيع إضافة بيانات أساسية كمكرر الأرباح أو السعر الدفتري وغيرها، وإضافة عما إذا كان السعر أعلى من المتوسط المتحرك أم لا، وهكذا.**

قم الآن باختيار طريقة العرض المفصلة (Detailed) وسوف ترى كامل تفاصيل المحفظة والتي سوف نستعرض محتوياتها فيما يلي، انظر **الشكل ١٣-١.**

انظر إلى المعلومات الخاصة بأحد أسهم المحفظة، ولاحظ كيف أن السطر الأول يوضح اسم الشركة كاملاً، ورمز السهم (شركة بيبسي في هذه الحالة) واختصار اسم السوق الذي يتم فيه التداول، والذي عادة يكون إما Nasdaq أو NYSE أو AMEX أو OTC، وفي حالة سوق [نازداك]

يتم كذلك إيضاح نوع السوق ومنها NM (National Market) وهو أكبر أسواق [نازداك]، أو SC (Small Cap) أو سوق الأسهم الصغيرة. وبالنسبة لسوق OTC فقد يكون BB (Bulletin Board) وهو سوق الشركات غير المصنفة من قبل [نازداك] وينظر لها عادة بعين الخطورة، أو PK (Pink Sheet) وهو سوق مشابه. ويجب مراعاة أن بعض الأسهم يتم تداولها في الأسواق الكندية (Toronto, Alberta, Vancouver)، راجع الصفحة ٧٥ لبعض المعلومات عن الأسواق الأخرى.

PEPSICO INC (NYSE:PEP) - More Info: News, Msgs, Profile, Research, Insider, Options

Last Trade	Change		Prev Cls	Volume	Div Date
Nov 2 · **$47\frac{1}{16}$**	0 (0.00%)		$47\frac{1}{16}$	0	Sep 29
Day's Range	Bid	Ask	Open	Avg Vol	Ex-Div
0 - 0	N/A	N/A	0	3,215,863	Sep 6
52-week Range	Earn/Shr	P/E	Mkt Cap	Div/Shr	Yield
$29\frac{11}{16}$ - $49\frac{1}{4}$	1.54	30.56	67.939B	0.56	1.19

Pepsico Inc
as of 2-Nov-2000
50
45
40
35
30
Jan00 Mar00 May00 Jul00 Sep00 Nov00
12000
10000
8000
6000
4000
2000
0
Copyright 2000 Yahoo! Inc. Volume (1000's) http://finance.yahoo.com/

Splits: 31-May-77 [3:1], 29-May-86 [3:1], 5-Sep-90 [3:1], 29-May-96 [2:1]

الشكل ١٣-١: المعلومات التفصيلية للمحفظة في موقع [ياهو] المالي.

وفي أسفل تفاصيل كل سهم تجد بعض الروابط الحية (Hyper Links) والمخصصة للحصول على المزيد من المعلومات، منها ما يلي:

- مكان **الأخبار الخاصة بالشركة** (News) ويقدم فقرات إخبارية طوال اليوم عن آخر تطورات الشركة بما في ذلك تقارير الأرباح والتطورات الخاصة بالشركة من توصيات كبار المحللين.

- مكان **لمحة عن الشركة** (Profile) ويحتوي على كم هائل من المعلومات عن الشركة تشمل نبذة عن الشركة، وآخر نتائجها المالية والعديد من الأرقام والإحصائيات.
- مكان **منتديات النقاش** (Messages) والتي من خلالها يتم التشاور وتبادل الآراء حول الشركة ومستقبلها من قبل مختلف المستثمرين، وبالإمكان المشاركة في النقاش باسم حقيقي أو باسم مستعار.
- مكان **تقارير البيع والشراء** التي يقوم بها أهل الشركة (وهم كبار المستثمرين والملاك ومن هم في مجلس الإدارة) (Insiders)، وهذه المعلومة تعتبر من المؤشرات المهمة التي يجب متابعتها كونها تعطي انطباعاً عن توجه من هم على دراية بالشركة أكثر من غيرهم.
- مكان **الأبحاث** (Research) ويحتوي على نتائج تقييم الشركة من قبل كبار المحللين والوسطاء والنتائج المالية المتوقعة للسنوات القادمة، ويمكن شراء تقارير من خلال الموقع تخص تلك الشركة.
- مكان **الخرائط** (Chart) هنا تعرض خرائط الأسهم وإجراء مقارنة أداء سهم بغيره من الأسهم والمقاييس.
- مكان **هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية** (SEC Filings) ويحتوي على التقارير السنوية والفصلية للشركة حسب ما يتم رفعه للهيئة بشكل دوري.
- مكان **أرقام مالية** (Financials) وهو مخصص للمعلومات المالية المفصلة عن الشركة ونتائجها المالية، كقوائم الدخل والمركز المالي والتدفقات النقدية.
- مكان معلومات عن **عقود الخيار** (Options) والذي يعرض جميع أنواع عقود خيار الأسهم حسب الأشهر والسنوات للشركات التي لديها عقود خيار، راجع الفصل السادس عشر: عقود الخيار.

وفي الجهة اليمنى تجد خارطة صغيرة للسهم لمدة عام واحد، وفي أسفلها خيارات أخرى لاستعراض سعر السهم على فترات مختلفة.

أما باقي المعلومات الخاصة بكل سهم فيمكن اختصار معنى كل واحدة منها كما يلي:

- Last Trade – سعر آخر صفقة تمت سواء كان ذلك في جانب الطلب أو العرض.
- Day's Range – نطاق السعر منذ بداية التداول في ذلك اليوم.
- 52-week Range – نطاق السعر على مدى ٥٢ أسبوعاً ماضية.

- Change – مقدار التغير في سعر السهم عن سعر إقفال اليوم السابق.
- Bid – سعر الطلب الحالي على السهم، أي السعر الذي يمكنك بيع السهم به، وإلى الأسفل تجد كمية الطلب (Bid Size).
- Ask – سعر العرض الحالي للسهم، أي السعر الذي يمكنك شراء السهم به، وإلى الأسفل تجد كمية العرض (Ask Size).
- Prev Cls – سعر الإقفال السابق.
- Open – سعر الافتتاح لليوم الحالي.
- Volume – عدد الأسهم التي تم تداولها حتى الآن خلال هذا اليوم، أي عند شرائك أو بيعك لألف سهم فإن هذا الرقم يزداد بمقدار ألف.
- Avg Vol – متوسط كمية التداول اليومي والتي تحسب بطريقة المتوسط الحسابي عن الأشهر الثلاثة الماضية، وتكمن فائدة هذا الرقم في كونه يشير إلى مدى اختلاف كمية التداول هذا اليوم عن المعتاد.
- Earn/shr – ربح السهم الواحد خلال الفصول الأربعة الماضية ولا يشمل الدخل غير العادي الذي يأتي نتيجة قيام الشركة بإتمام بعض العمليات التجارية غير العادية، أو فوزها بقضية وما إلى ذلك من الإيرادات التي لا تعبّر عن ربحية الشركة الحقيقية. لاحظ أن ttm تعني الاثني عشر شهراً الماضية، وmrq تعني آخر فصل.
- P/E – مكرر الأرباح، ويحسب بقسمة السعر الحالي على ربح السهم حسب الفصول الأربعة الماضية.
- Mkt Cap – (Market capitalization) أو القيمة السوقية للسهم والذي يحسب بضرب عدد أسهم الشركة بسعر السهم الحالي.
- Div/Shr – (Dividend per Share) أو الأرباح الموزعة للسهم الواحد وتشير إلى مقدار المبلغ بالدولار الذي يدفع لحامل السهم في العام الواحد.
- Div Date – (Dividend Date) وهو اليوم الذي توزع فيه الأرباح وتظهر في حساب الشخص مباشرة.
- Ex-Div – (X-Dividend Date) وهو آخر يوم يمكن شراء السهم فيه للحصول على الأرباح التي سوف توزع حسب تاريخ التوزيع (Div Date).

- Yield – العائد على السهم من الأرباح، ويحسب بقسمة ربح السهم على سعر السهم ويظهر كنسبة مئوية – فإذا كان ربح السهم يساوي ١ دولار وكان سعر السهم ٥٠ دولاراً فإن العائد يكون ٢,٠٠ أو ٢٪.

هناك بيانات أضيفت لاحقاً في [ياهو]، وتجدها في Key Statistics ومنها:

- 1y Target Est – السعر المتوقع للسهم خلال عام وهو عبارة عن متوسط آراء المحللين الذين يتابعون الشركة، وتجد تفاصيل ذلك في رابط تقديرات المحللين Analyst Estimates.
- P/S – سعر السهم على المبيعات مقسومة على السهم الواحد، ويعطي بعداً آخراً عند مقارنة سعر السهم، بدلاً من P/E، راجع الصفحة ١٨٩ لمزيد من المعلومات عن P/E و P/S.
- PEG – السعر على النمو، ويساعد كثيراً في تفسير معنى P/E وأخذ نمو الشركة بالاعتبار، راجع مفهوم هذا المركّب الهام في صفحة ١٩٤.

صفحة لمحة Profile

هنا نقوم باستعراض محتويات صفحة لمحة (Profile) لشركة بيبسي كولا الشهيرة ذات الرمز PEP، انظر الشكل ١٣-٢ وتابع الأرقام الموضحة في الشكل. بعض الفقرات قد تجدها في عمود المعلومات إلى يسار الشاشة.

❶ **Recent Events** - في هذه الخانة يتم عرض أهم التطورات لدى الشركة في الماضي القريب، وأحياناً هناك خانة Upcoming Events، والتي يعرض بها أهم التطورات القادمة والتي تشمل تاريخ إعلان النتائج المالية وتاريخ توزيع الأرباح.

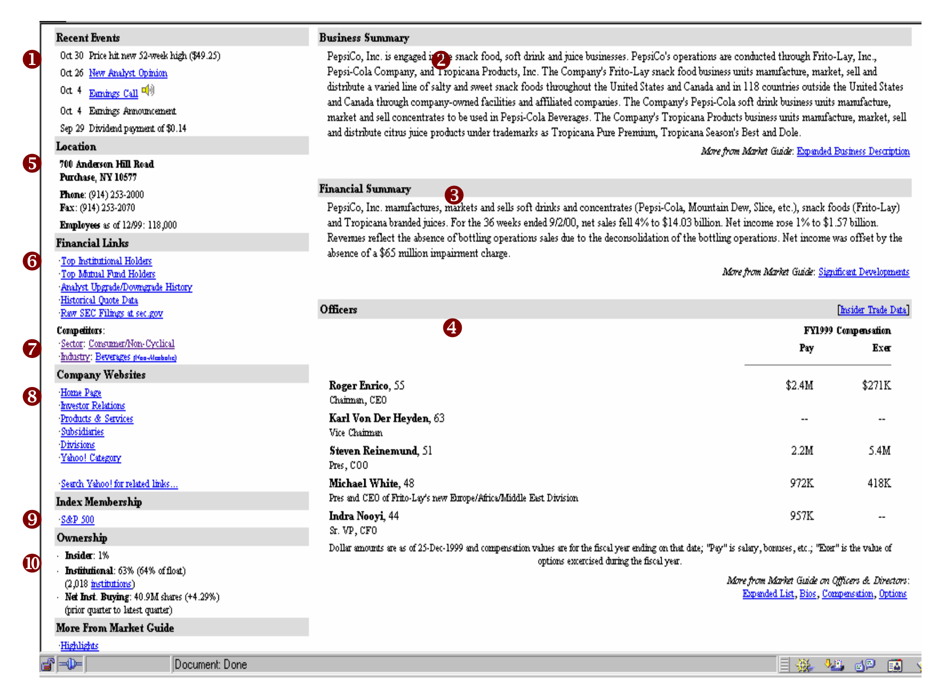
❷ **Business Summary** - يحتوي على ملخص عن الشركة ونشاطاتها المختلفة.

❸ **Financial Summary** - يحتوي على آخر أرقام المبيعات والدخل ويفسر بشكل مختصر أسباب ارتفاع هذه الأرقام أو انخفاضها عن الفترات السابقة.

❹ **Officers** - هنا تجد بعض المعلومات عن مجلس إدارة الشركة، وأعمارهم، ومخصصاتهم المالية. على سبيل المثال نرى هنا أن الرئيس التنفيذي للشركة يتقاضى راتباً سنوياً بمقدار ٢,٥٠ مليون دولار تقريباً (حسب عام ٢٠٠٤م أصبح راتبه أكثر من ٥ ملايين دولار!).

❺ **Location** - يوجد هنا عنوان المركز الرئيسي للشركة وأرقام هواتفها.

❻ **Financial Links** - توجد هنا بعض الروابط التي تقودك إلى المزيد من المعلومات المالية بما في ذلك قائمة بأكبر حملة أسهم الشركة من شركات وهيئات مختلفة. على سبيل المثال نجد أن بنك باركلي يملك أكثر من ٤٥ مليون سهم من أسهم شركة بيبسي.



الشكل ١٣-٢: محتويات صفحة لمحة (Profile)، راجع شرح الأرقام.

كذلك هناك صفحة لسرد نتائج تحليل المحللين وتقييمهم (Analysts Upgrade/Downgrade History) خلال مدة عام واحد تقريباً، وفيها تجد اسم المحلل أو الوسيط الذي قام بإجراء التحليل ونتيجة رأيه في الشركة. وعادة يقوم المحلل بتنفيذ إحدى العمليات التالية:

- Initiated - أي أن المحلل بدأ بعملية متابعة هذه الشركة لأول مرة.
- Upgrade - حصل تغير إيجابي في رأي المحلل حول مستقبل الشركة.
- Downgrade - حصل تغير سلبي في رأي المحلل حول مستقبل الشركة.

وتختلف نتيجة قرار المحلل حسب توقعاته عن الشركة، ويختلف التصنيف المتبع من محلل لآخر، إلا أن معظم المحللين يتبعون النظام التالي:

- Strong Buy (صالح بشدة للشراء) – يقترح المحلل وبشدة شراء السهم بالسعر الحالي.

- Buy (صالح للشراء) – يقترح المحلل شراء السهم بسعره الحالي، ولو بحثت عن مصدر التحليل عن طريق بعض المواقع كموقع Briefing.com فسوف تجد شرحاً مفصلاً لرأي المحلل وكذلك الحد المتوقع للسعر (Price Target).
- Hold (الانتظار) – تعني الانتظار قبل شراء السهم، ولمن يملك السهم، فكثير من الناس يرى أن الرأي هذا يعني أن المحلل يقترح بيع السهم.
- Sell (للبيع الفوري) – نادراً ما يستعمل، ومعناه أن على المستثمر التخلص من السهم بسرعة. يستعمل Salomon Smith Barney كلمة "تجنب" (Avoid) بدلاً من Sell، ويستخدم BT Alex. Brown مصطلح "مصدر تمويل" (Source of funds) بدلاً من Sell.

وهناك محللون آخرون يستعملون اصطلاحات أخرى كالتالي:

- Market Perform (يتبع أداء السوق) – هذا يعني أن أداء السهم متماش مع أداء السوق، ويستعمل من قبل Goldman Sachs، J.P. Morgan، Donaldson Lufkin Jenrette (DLJ)، وآخرين.
- Market Outperform (أفضل من أداء السوق) – هذا الرأي يشير إلى أن أداء السهم من المتوقع أن يكون أفضل من أداء السوق بشكل عام.
- Accumulate (ابدأ بتجميع السهم) - للبدء بشراء السهم في الوقت المناسب، وهذا الاقتراح أقل اندفاعاً من Buy، ويستعمل من قبل Prudential Securities، AG Edwards، وآخرين.

وهنالك روابط أخرى تأخذك إلى صفحة الحصول على أسعار ماضية (Historical Quotes) وآخر يأخذك إلى موقع SEC للحصول على المعلومات المالية كما تم تسليمها لـ SEC.

❼ **Competitors** – هذه الصفحة توضح موقع الشركة بين الشركات المنافسة حسب القطاع والمجال الصناعي الذي تعمل به الشركة.

❽ **Company Web Sites** – هنا تجد روابط تقودك إلى موقع الشركة على الإنترنت بما في ذلك صفحة علاقات المستثمرين لدى الشركة وصفحات أخرى ذات علاقة بعمل الشركة.

❾ **Index Membership** (عضوية الشركة في المؤشرات) – هذه الخانة تشير إلى اسم مؤشر أو أكثر من المؤشرات التي تنتمي إليها الشركة، كأن تكون الشركة من ضمن شركات مؤشر [داو

جونز] أو أنها واحدة من شركات مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] أو غيره. (قد تجد هذه المعلومة في صفحة Industry في العمود الأيسر من الشاشة).

⑩ **Ownership** (الملكية) – في هذه الخانة تجد نسبة ما يملكه العاملون في الشركة (Insiders) من أسهم وبعض صفقات البيع أو الشراء التي تمت خلال الأشهر الستة الماضية. ولمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع إلى الرابط الخاص بالعاملين في الشركة والذي تجده على السطر الأول من تفاصيل السهم، كما أشرنا إليه سابقاً.

تجد كذلك نسبة ملكية المؤسسات والهيئات من أسهم الشركة (Institutional Holdings)، وتجد عدد أكبر هذه الجهات واسمائها. على سبيل المثال نجد أن شركة بيبسي يملكها أكثر من ألفي جهة.

وأخيراً هناك ما يعرف بصافي الشراء من قبل المؤسسات (Net Institutional Buying) وهو مقياس من فصل إلى فصل يبين مدى التغير في كميات الأسهم التي تقوم هذه الجهات بشرائها من أسهم الشركة.

أرقام مالية وإحصائية عن السهم

في أسفل صفحة لمحة (Profile) تجد بعض الأرقام المالية والإحصائية (Key Statistics) والتي تعطي أهم العناصر الرئيسية للوضع المالي للشركة. هنا نستعرضها بشكل سريع ونتحدث عن كيفية قراءة هذه الأرقام وفهمها، وبالتالي الاستفادة منها في البحث عن السهم المناسب، انظر الشكل ١٣-٣. (وتجد بعض هذه البيانات في Key Statistics إلى اليسار من الشاشة)[٢]:

❶ **Price and Volume** – في هذه الفقرة تجد العديد من الأرقام الخاصة بسعر السهم وكمية التداول. منها ما يلي:

- **52 Week Low/High**: تاريخ حدوث أدنى وأعلى سعر خلال ٥٢ أسبوعاً مضت.
- **Beta**: مقياس بيتا يبين مدى تجاوب السهم مع تغير وضع السوق، فإذا كان مقياس بيتا للشركة يساوي ١,٠٠ فمعنى ذلك أن أداء السهم بشكل عام يتماشى مع حركة السوق (كمؤشر [داو جونز] أو [أس آند بي ٥٠٠]، فإذا انخفض السوق أو ارتفع بنسبة ١٠٪ فإن سهم الشركة

[2] تمت إضافة القيمة الفعلية للشركة فيما بعد في [ياهو] Enterprise Value وتحسب بجمع القيمة السوقية وإضافة ديون الشركة ومن ثم خصم ما لديها من أموال نقدية. ويستخدم هذا الرقم لمعرفة القيمة الفعلية للشركة لمن يريد شراءها. على سبيل المثال، لو أن شركة أخرى أرادت شراء هذه الشركة فإنها سوف تدفع القيمة السوقية وسوف تتحمل ما على الشركة من ديون وتأخذ ما لديها من أموال نقدية (كاش).

ينخفض أو يرتفع بنسبة ١٠%. وإذا كان مقياس بيتا يساوي ١,٥٠ فإن انخفاض السوق أو ارتفاعه بنسبة ١٠% يؤدي إلى انخفاض سعر السهم أو ارتفاعه بنسبة ١٥% (لأن السهم يتأثر بقدر تأثر السوق مرة ونصف المرة). وإذا كان يساوي صفراً، يعني أنه لا يتأثر بسعر السوق صعوداً ولا هبوطاً، وإذا أقل من صفر فهو يمشي عكس اتجاه السوق، وهكذا.

يفيد هذا المقياس من يريد البحث عن سهم له حركة معينة بالمقارنة مع توجه السوق، كذلك يستخدمه المحترفون في موازنة المحافظ لديهم بحيث يتم التحكم بخطورة المحفظة عن طريق اختيار الأسهم التي لها قيم معينة من مقياس بيتا. تقوم [ياهو] بحساب قيمة بيتا شهرياً بمقارنة سعر السهم مع مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] لمدة لا تقل عن ٢,٥ عام ولا تزيد عن ٥ أعوام.

- **Daily Volume**: معدل كمية التداول خلال الأشهر الثلاثة الماضية، وكذلك خلال الأيام العشرة الماضية.

Stock performance ❷ : هنا تظهر خارطة السهم مصغرة وتظهر نسبة تغير السهم عما قبل ٥٢ أسبوعاً، وكذلك تغير سعر السهم مقارنة بمؤشر [أس آند بي ٥٠٠].

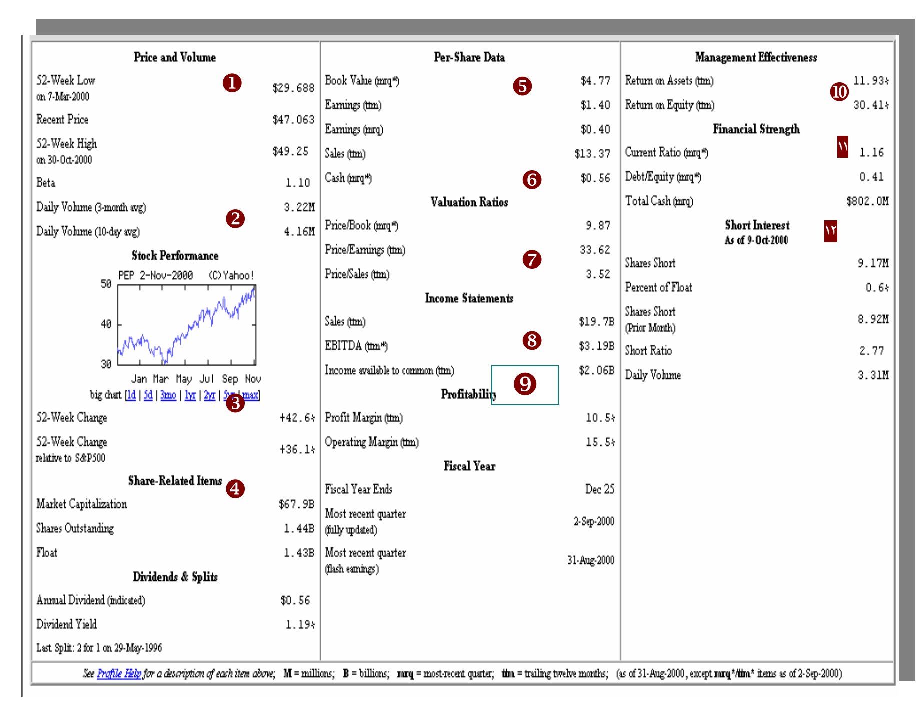
Share-related items ❸ : هنا تجد القيمة السوقية (Market Capitalization) وعدد الأسهم المصدرة (Shares Outstanding)، إضافة إلى عدد الأسهم العائمة (Float)، والتي تعني مجمل الأسهم الممكن تداولها في السوق بسهولة وهي الأسهم التي خارج أيدي من لهم صلة في الشركة كمديري الشركة وكبار المستثمرين فيها ممن يملك ٥% من الأسهم أو أكثر.

Dividends and Splits ❹ : هنا تجد بعض المعلومات عن مقدار الأرباح الموزعة وآخر مرة تمت فيها تجزئة الأسهم (Stock splits)، راجع صفحة ١٥١ لشرح الفكرة من تجزئة الأسهم.

Per Share Data ❺ : توجد هنا بعض الأرقام الإحصائية عن كل سهم:

- **Book Value** - سعر السهم الدفتري الذي يحسب بقسمة مجمل حقوق المساهمين (Common Equity) أي كل ما يملكه حملة الأسهم العادية في الشركة، على عدد الأسهم المصدرة. لاحظ أن هناك رمزين يستعملان مع هذه المؤشرات، الأول هو mrq ويقصد به آخر فصل (Most Recent Quarter)، والثاني ttm ويقصد به أن الرقم يأتي حسب الاثني عشر شهراً الماضية (Trailing Twelve Months).
- **Earnings** - يتم هنا عرض ربح السهم الواحد حسب الفصل الأخير وكذلك حسب الاثني عشر شهراً الماضية.
- **Sales** - مبيعات الاثني عشر شهراً الماضية مقسوماً على عدد الأسهم.

- **Cash** – مقدار ما يتوفر في الشركة من مبالغ نقدية حسب آخر فصل مقسوماً على عدد الأسهم، وهو من الأرقام التي تزيد من احتمالية شراء الشركة من قبل شركة أخرى، كون هذا المبلغ يذهب لصالح المشتري.



Price and Volume	
52-Week Low on 7-Mar-2000 ❶	$29.688
Recent Price	$47.063
52-Week High on 30-Oct-2000	$49.25
Beta	1.10
Daily Volume (3-month avg) ❷	3.22M
Daily Volume (10-day avg)	4.16M
Stock Performance	
big chart [1d | 5d | 3mo | 1yr | 2yr | 5yr | max] ❸	
52-Week Change	+42.6%
52-Week Change relative to S&P500	+36.1%
Share-Related Items ❹	
Market Capitalization	$67.9B
Shares Outstanding	1.44B
Float	1.43B
Dividends & Splits	
Annual Dividend (indicated)	$0.56
Dividend Yield	1.19%
Last Split: 2 for 1 on 29-May-1996	

Per-Share Data	
Book Value (mrq*) ❺	$4.77
Earnings (ttm)	$1.40
Earnings (mrq)	$0.40
Sales (ttm)	$13.37
Cash (mrq*) ❻	$0.56
Valuation Ratios	
Price/Book (mrq*)	9.87
Price/Earnings (ttm) ❼	33.62
Price/Sales (ttm)	3.52
Income Statements	
Sales (ttm)	$19.7B
EBITDA (ttm*) ❽	$3.19B
Income available to common (ttm)	$2.06B
Profitability ❾	
Profit Margin (ttm)	10.5%
Operating Margin (ttm)	15.5%
Fiscal Year	
Fiscal Year Ends	Dec 25
Most recent quarter (fully updated)	2-Sep-2000
Most recent quarter (flash earnings)	31-Aug-2000

Management Effectiveness	
Return on Assets (ttm) ❿	11.93%
Return on Equity (ttm)	30.41%
Financial Strength	
Current Ratio (mrq*) ١١	1.16
Debt/Equity (mrq*)	0.41
Total Cash (mrq)	$802.0M
Short Interest As of 9-Oct-2000 ١٢	
Shares Short	9.17M
Percent of Float	0.6%
Shares Short (Prior Month)	8.92M
Short Ratio	2.77
Daily Volume	3.31M

See Profile Help for a description of each item above; **M** = millions; **B** = billions; **mrq** = most-recent quarter; **ttm** = trailing twelve months; (as of 31-Aug-2000, except **mrq*/ttm*** items as of 2-Sep-2000)

الشكل ١٣-٣: بعض البيانات المالية كما تظهر في أسفل صفحة لمحة.

Ratios Valuation ❻ : مركّبات تثمين الشركة وهي تلك الأرقام التي تقارن سعر السهم ببعض الأرقام الهامة:

- **Price/Book** – مقارنة سعر السهم بسعر السهم الدفتري والذي يفضل أن يكون رقماً صغيراً كون الرقم الصغير يدل على أن سعر السهم قريب من السعر الدفتري، أي أن قيمة الشركة في السوق معقولة.
- **P/E** – مركّب سعر السهم على ربح السهم حسب آخر أربعة فصول، مكرر الأرباح.
- **Price/Sales** – ناتج قسمة سعر السهم على صافي المبيعات عن كل سهم، وهو من المؤشرات التي بدأت تأخذ نوعاً من الشعبية لدى المستثمرين كونه يقارن سعر السهم مع قدرة الشركة على بيع منتجاتها، لا على ما تحققه من أرباح، كما هو الحال عند احتساب مركّب

P/E، الأمر الذي له فائدة جيدة في عملية تقييم الشركات التي ليست لها أرباح، كما هو الحال مع معظم شركات التكنولوجيا، راجع صفحة ١٨٩.

Income Statement ❼ – هنا نجد بعض الأرقام المشتقة من قائمة الدخل، كما يلي:

- **Sales** – صافي المبيعات حسب الاثني عشر شهراً الماضية.
- **EBITDA** – هذا الرقم هو الأرباح قبل خصم تكلفة الفائدة والمستحق من الضرائب، وخصومات الاستهلاك (Earnings Before Interest, Tax and Depreciation Accumulated)، وبالطبع فهذا الرقم يرفع قيمة الأرباح ويعطي انطباعاً مختلفاً عن صافي الربح المعتاد، لكنه يبين مقدار الأرباح التشغيلية للشركة.
- **Income Available to Common** – صافي الربح المتبقي لحملة الأسهم، أي بعد إجراء جميع الخصومات اللازمة.

Profitability ❽ – الربحية بشكل مختصر وهي هامش الربح عن الاثني عشر شهراً الماضية (Profit Margin)، وهامش الربح الناتج عن التشغيل (أو ما يقع في صلب عمل الشركة) (Operating Margin)، وذلك لقياس ربحية الشركة الفعلية بعيداً عن المصروفات الإدارية والضرائب وغيرها.

Fiscal Year ❾ – هنا تجد بعض المعلومات الخاصة بنهاية العام المالي للشركة مما يفيد في معرفة أهم التواريخ مثل تاريخ آخر إعلان للأرباح، وبالتالي توقع تاريخ صدور أرباح الفصل القادم.

Management Effectiveness ❿ – كفاءة إدارة الشركة تعطي بعض الأرقام التي تقارن نتيجة أداء الشركة بما لديها من أصول ورأس مال مدفوع، فتجد، على سبيل المثال، إن العائد على الأصول يبين مقدار ربحية الشركة مقارنة بما تملكه من أصول، وتجد إن مركّب العائد على حقوق المساهمين (Return on Common Equity) يبين مقدار العائد على ما تم استثماره من قبل مستثمري الشركة.

١١ Financial Strength – قوة الشركة المالية، وهي مقياس لقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية المختلفة:

- **Current Ratio** – يحسب هذا المركّب بقسمة قيمة الأصول الجارية (Current Assets) على الخصوم الجارية (Current Liabilities). فإذا كان هذا الرقم كبيراً دل على قدرة الشركة على تغطية ما عليها من التزامات بسهولة. ويقارن هذا الرقم مع مثيله في الشركات الأخرى.

- **Debt/Equity** – مقياس لكامل ديون الشركة مقارنة بما تم ضخه من رأس مال من قبل المستثمرين.
- **Total Cash** – مقدار المبلغ النقدي المتوفر لدى الشركة حسب آخر فصل.

١٢ **Short Interest** - هنا تجد بعض المعلومات الهامة عن البيع المُسبق:

- **Short Interest** - عدد الأسهم التي تم بيعها بطريقة البيع المُسبق (Short Sale) وهذا الرقم يبين درجة الاعتقاد بين المستثمرين بأن سعر السهم سوف يهبط عن سعره الحالي، مع مراعاة أن هذا الرقم يتوفر عادة بعد حوالي شهر من حدوث عمليات البيع. راجع الصفحة ٢١١ للمزيد من المعلومات عن هذا المؤشر.
- **Percent of Float** - نسبة عدد الأسهم المباعة مُسبقاً مقارنة بعدد الأسهم العائمة، وذلك لإيضاح نسبة البيع المُسبق من قبل عامة المستثمرين بدون كبار المستثمرين (Insiders).
- **Shares Short** – عدد الأسهم التي تم بيعها بطريقة البيع المُسبق في الشهر السابق وذلك لمقارنة حدة البيع المُسبق من شهر إلى آخر.
- **Short Ratio** – مركّب البيع المُسبق يبين عدد الأيام اللازمة لقيام جميع من باع مُسبقاً باسترداد (أي شراء) ما تم بيعه، ويحسب هذا الرقم بقسمة عدد الأسهم المباعة مُسبقاً بمعدل كمية التداول اليومي.

صفحة الرسائل Messages

صفحة Messages (رسائل) هي عبارة عن ساحة للنقاش والتحاور حول وضع الشركة ومستقبلها، من خلالها يقوم الكثير من المستثمرين بطرح ما لديهم من توقعات عن الشركة ووضعها التنافسي، وآخر ما لديها من مشاريع وتطورات وهكذا. ولكن يجب أن يكون المستثمر حذراً عند قراءة هذه المشاركات، حيث إن ما ينشر في هذه الساحات يعبر فقط عن آراء المشاركين والذين أحياناً يكونون إما جاهلين في كثير من الأمور، أو قد يكونون من المحتالين الذين يقومون بالترويج لسهم ما على أمل أن يصدقهم عدد كبير من المستثمرين ويرتفع سعر السهم ليتمكنوا من بيع ما لديهم من أسهم. وقد ينجح هؤلاء المروجون في حالة الأسهم ضعيفة التداول، ويقومون أحياناً بعكس عملية الترويج بالتخويف من سهم ما، ليسقط السهم ومن ثم يقومون بالشراء. راجع الصفحة ٣٢ للتحذير عن تلك المخاطر، وكذلك الصفحة ٤٣٤.

وبالإمكان المشاركة في هذه الساحة باختيار اسم ما لنفسك ومن ثم استخدام post لكتابة موضوع جديد، أو استخدام reply للرد على موضوع معين.

صفحة الخرائط Chart

صفحة chart (خرائط الأسهم) هي مكان التحليل الفني وهي جيدة وتفي بحاجة معظم المستثمرين غير المحترفين، ومنها تستطيع أن تنظر إلى تحرك السهم خلال فترات مختلفة تمتد من يوم واحد إلى عشر سنوات أو أكثر، وتجد أن خارطة Technical Analysis تعطي معلومات كثيرة، لذا لا داعي لاستخدام Basic Chart.

تنقسم منطقة الخريطة إلى قسمين: الأعلى يرسم حركة سعر السهم (Price) والأدنى يرسم كمية التداول (Volume). والسعر المبين في الخريطة هو دائماً السعر الصحيح والذي يراعى فيه عمليات تجزئة السهم والأرباح الموزعة. وفي أعلى منطقة الخريطة تجد خيارات المدة الزمنية التي يمكن مشاهدة حركة السهم من خلالها، وتختلف من يوم إلى بضع سنين، أو أقصى حد ممكن (Max).

إلى أسفل المدة الزمنية تجد المتوسطات المتحركة والذي تستطيع من خلاله مقارنة حركة السهم مع المتوسط الحسابي لعدد ٥٠ أو ٢٠٠ يوم (Moving Average). وتلك من الأدوات المهمة والتي تفيد في معرفة حالة السهم بغض النظر عن الذبذبات اليومية التي يمر بها السهم (راجع شرح المتوسط المتحرك، الصفحة ٢٦٩). انظر الشكل ١٣-٤، والذي يبين خارطة سهم شركة [بيبسي] ويرسم المتوسطين الحسابيين لعدد ٥٠ و ٢٠٠ يوم.

وتجد كذلك خانة لإدخال رمز سهم آخر لمقارنته بالسهم الظاهر على الخارطة، فقد تود مقارنة أداء سهم شركة بسهم شركة أخرى في المجال نفسه، أو مقارنته بمؤشر [داو جونز] أو مؤشر [أس آند بي]. وبالإمكان مقارنة أربعة أسهم أو مؤشرات في الوقت نفسه.

وتستطيع كذلك استعراض العديد من المقاييس الفنية ورسم أشرطة بولينجر (راجع الصفحة ٢٧٤ وتحديدMACD وغيرها من المقاييس.

الأسعار التاريخية

هناك رابط الأسعار التاريخية (Historical Quotes) والذي عن طريقه يمكن استعراض حركة السهم وكمية التداول حسب مدة زمنية معينة، وكذلك القيام بإنزال هذه البيانات إلى برنامج الجداول (Spread Sheet program) لإجراء مختلف العمليات عليها. لإنزال البيانات التاريخية تحدد المدة المطلوبة أولاً ومن ثم الضغط على جلب الأسعار Get Prices، ومن ثم الضغط على رابط إنزال الأسعار في أسفل الصفحة.

PEPSICO INC (NYSE:PEP) - More Info: News , Msgs , Profile , Research , Insider , Options

Last Trade	Change		Prev Cls	Volume	Div Date
Nov 2 · 47 1/16	0 (0.00%)		47 1/16	0	Sep 29
Day's Range	Bid	Ask	Open	Avg Vol	Ex-Div
0 - 0	N/A	N/A	0	3,215,863	Sep 6
52-week Range	Earn/Shr	P/E	Mkt Cap	Div/Shr	Yield
29 11/16 - 49 1/4	1.54	30.56	67.939B	0.56	1.19

Pepsico Inc
as of 2-Nov-2000
Mov Avg: 200 day 50 day
Chart
50 45 40 35 30
Jan00 Mar00 May00 Jul00 Sep00 Nov00
12000 10000 8000 6000 4000 2000 0
Copyright 2000 Yahoo! Inc. Volume (1000's) http://finance.yahoo.com/
Splits: 31-May-77 [3:1], 29-May-86 [3:1], 5-Sep-90 [3:1], 29-May-96 [2:1]
1d | 5d | 3m | 1y | 2y | 5y | max Other: historical quotes | small chart
Basic | Moving Avg | Compare PEP vs. S&P Nasdaq Dow Compare

الشكل ١٣-٤: الرسم البياني للسهم موضحاً المتوسطين المتحركين لفترتين مختلفتين.

موقع زاكس (Zacks)

يعتبر موقع زاكس (http://www.zacks.com) من المواقع المخصصة للمستثمر الفردي، ليس المحترف كالمحلل والوسيط، وهي خدمة تقدم الكثير من الميزات والخدمات بأسعار معقولة. هناك عدة أشياء تستطيع أن تقوم بها عند زيارة موقع زاكس نوضح بعضها في الشرح التالي:

- **Portfolios (محافظ):** أهم شيء تجده هنا هي تصنيفات زاكس، حيث تجد يومياً قوائم بأفضل الشركات وترتيبها بعد صدور تعديلات على توقعات الأرباح من قبل الشركة. يستفاد من هذه القوائم في البحث عن توصيات جديدة وأسهم للدراسة. وتستطيع استعراض محافظ أشهر المحللين (All Star Analysts) والتي تتكون من قائمة بشركات تم اختيارها من قبل أشهر المحللين، وهناك محافظ الوسطاء (Brokerage Buy List) والمكونة من أسهم مقترحة من قبل أكبر الوسطاء.
- **Simulator (تجريب):** هنا تجد طريقة لتجربة التداول ومتابعة المحفظة بشكل شبه حقيقي وهي مفيدة للمبتدئين لتعلم أساليب البيع والشراء.

- **Research** (أبحاث): هنا تجد مختلف الأبحاث (ومعظمها مجاني) التي تغطي نشاط الشركات، وتجد تقييماً لأفضل المحللين، وآخر تطورات الأرباح. وتجد تقارير تفصيلية تشمل بحثاً تفصيلياً عن الشركة وطبيعة عملها، إستراتيجية النمو لديها، نتائجها المالية، مدى التنافس على منتجاتها، إضافة إلى رأي المحلل بالنسبة لنمو الشركة والسعر المتوقع.
- **Screening** (البحث): هنا تستطيع تحديد المتغيرات (أو العوامل من مؤشرات وأرقام) التي ترغب في تواجدها في الشركة التي تبحث عنها وتترك زاكس تبحث عنها. وبالإمكان تحديد أي من ٩٦ متغيراً (حجم المبيعات، مركّب P/E، عدد الموظفين، تحرك السعر، بيع كبار المستثمرين وشرائهم، مقترحات الوسطاء والمحللين، وغيرها). كما بالإمكان الاستفادة من النتائج الجاهزة (Predefined Screens) والتي تم تجهيزها حسب متغيرات معينة تم اختيارها من قبل زاكس.

موقع أدفايزر إنسايت (Advisor Insight)

تقدم هذه الخدمة شركة [أس آند بي] المعروفة (http://www.advisorinsight.com) وهي طريقة للحصول على خدمات [أس آند بي] التي يتعامل بها المحترفون بأسعار مخفضة (كذلك جرب الموقع: http://www.standardandpoors.com). ومن الخدمات المعروفة ما يلي:

- **Market Scope**: أخبار آنية (الحصول على الأخبار في الوقت نفسه الذي يحصل عليه المحترفون)، مع آخر أخبار المحللين وما يستجد من تغير في توقعاتهم. هنا تحصل على آراء خبراء [أس آند بي] في وضع السوق وتأثير مختلف التطورات على الشركات التي تقع في دائرة اهتمامك، إضافة إلى تحاليل مفصلة عن شركات معينة، مع اقتراحات البيع والشراء من خبراء [أس آند بي] وغيرهم من المحللين.
- **Stock reports**: أربع صفحات تفصيلية عن أي شركة من حوالي ٧٠٠٠ شركة تغطيها [أس آند بي]، تحتوي على معلومات مالية لعدة سنوات وأهم التطورات التي مرت بها الشركة.

خدمات التنقيب عن الأسهم[3]

قد يكون من أصعب ما يواجه المستثمر في الأسواق الأمريكية كيفية اختيار الشركة المناسبة من بين آلاف الشركات التي يتم تداول أسهمها يوميا في الولايات المتحدة، حيث يوجد على الأقل ١٥ ألف

[3] قد تحدث بعض التغيرات في بعض المواقع المذكورة هنا، إلا أن موقع Market Guide المستخدم في البحث عن الأسهم يعتبر من المواقع الثابتة، وننصح بالاستفادة منه.

شركة مسجلة في الأسواق الرئيسية المختلفة. هنا تظهر مشكلة كيفية اختيار شركة ما أو حتى اكتشافها! هل على المستثمر أن ينتظر حتى يسمع عن شركة ما من خلال التلفزيون أو صحيفة ما أو من خلال صديق له؟ أو أن عليه أن يقرأ عن كل واحدة من هذه الشركات ويقرر أياً منها الأنسب له؟

هناك طريقتان للقيام بمهمة التنقيب عن الشركة المناسبة، الأولى هي ما تحدثنا عنه عند دراسة تقسيم الشركات حسب القطاعات (Sectors) والمجالات (Industries) التي تنتمي إليها الشركة (راجع صفحة ١٣٢)، ومن خلال هذا الدليل يمكن استعراض جميع الشركات واختيار الشركة المناسبة حسب المجال الذي تبحث عنه.

الطريقة الأخرى للتنقيب عن الشركة المناسبة تتم بواسطة برامج ترشيح (Screening) المعلومات أو تصفيتها بواسطة الكمبيوتر، فتترك للكمبيوتر مهمة دراسة كل شركة والخروج بقائمة قصيرة للشركات التي قد تناسب أهدافك الاستثمارية. هذه الطريقة ليست صعبة على الإطلاق وكل ما تحتاجه هو تحديد مواصفات السهم الذي تبحث عنه عن طريق إدخال هذه المواصفات في نموذج معين، ومن ثم ترك الكمبيوتر ينقب في قواعد المعلومات المتوفرة لديه عما تريد.

ما هي مواصفات السهم الذي تريده؟ هي بالطبع كثيرة جداً منها حجم المبيعات، الأرباح، سعر السهم، نسبة ملكية المحترفين لها، مركّب P/E، نسبة مديونية الشركة، سوق تداول الشركة، الخ.

استعراض مجالات معينة

لنفرض أنك تبحث عن أفضل الشركات العاملة في مجال الخدمات المصرفية، فقد تجد أن ما تقدمه خدمة Market Screen[4] في إحدى صفحاتها المجانية قائمة بأبرز الشركات الواقعة في مجالات عديدة، حيث يتم تجديد هذه القائمة وغيرها من القوائم العديدة بشكل يومي. عندها سوف تجد بعض الشركات التي تم اختيارها حسب قوة الشركة مرتبة حسب مكان تداولها، إضافة لبعض المعلومات عنها. أما إذا اشتركت في هذه الخدمة فسوف تحصل على عشرات القوائم الفورية التي تتيح لك إمكانية اكتشاف أسهم عديدة حسب خصائص متنوعة، منها ما يلي:

- **الأسهم التي تحركت خلال اليوم الماضي لأكثر من ٢٠ دولاراً، أو تلك التي ارتفعت لعدد معين من الدولارات بعد الافتتاح، أو الأسهم التي أغلقت بحدود ٥% من أعلى سعر لذلك اليوم.**
- **الأسهم التي يبدو أنها هبطت بشكل مفرط (Oversold)، أو تلك التي ربما أنها بحالة ارتفاع مفرط (Overbought)، بحيث قد تشتري الأولى وتبيع الثانية.**

[4] http://www.marketscreen.com

- الأسهم التي قد ضربت القاع (Bottom Fishing)، وهي تلك الأسهم التي استمرت فترة طويلة في الهبوط، وحققت سعراً أدنى جديد (New 52-week low) في ذلك اليوم، وأخيراً أغلقت بسعر أعلى من سعر الافتتاح.
- الأسهم التي حققت سعراً عالياً جديداً في كل من الأيام الثلاثة الماضية، أو تلك التي حققت سعراً عالياً جديداً مع نمو في الأرباح يفوق ٢٥٪.

البحث حسب خصائص معينة

ماذا لو أردت البحث عن سهم له خصائص معينة تحددها أنت، فكيف تقوم بذلك؟ لنفرض أنك تبحث عن شركة لها الخصائص التالية:

- هذه الشركة تعمل في مجال المعدات الكبيرة (Capital Goods).
- سعر سهمها بين ١٠ و ٥٠ دولاراً.
- نمو المبيعات على مدى السنوات الثلاث الماضية لا يقل عن ١٥٪، ربما لأنك لا ترغب في الاستثمار في شركة لديها مشاكل في تنمية مبيعاتها.
- يجب أن تكون أسهم هذه الشركة مسجلة إما في سوق نيويورك أو سوق [نازداك] (أي أنها ليست في السوق الأمريكي ولا أسواق من على المنضدة Over-the-counter).
- قيمة أسهم الشركة السوقية لا تقل عن ٥٠٠ مليون دولار، تفادياً للشركات الصغيرة.
- العائد على ملكية حملة الأسهم لا يقل عن ٢٠٪ خلال الفصول الأربعة الماضية، ذلك لأنه في نهاية الأمر يجب أن ينظر إلى ما تحققه الشركة من عائد لمن استثمر فيها.

اذهب إلى موقع (http://www.marketguide.com) واختر ideas & screening، تجدها على يسار الشاشة من ضمن الخيارات المتاحة. هنا تجد عدداً من النماذج الجاهزة أو تقوم باستخدام PowerScreener لتحديد الخصائص بنفسك.

البحث من خلال [ياهو] Stock Screener

تجد هذه الخدمة في موقع [ياهو] (http://screen.finance.yahoo.com/stocks.html)، ومن خلالها تحدد خصائص البحث كما في الشكل ١٣-٥.

Stock Screener

Preset Screens
- Greatest Sales Revenue
- Largest Market Cap
- Strong Forecasted Growth

Related Resources
- SmartMoney Screens
- Mutual Fund Center
- Financial Glossary
- Co.& Fund Index
- Top Fund Performers
- Prospectus Finder
- Fund Calculators
- Education Center

Screener Settings

Search for stocks by selecting from the criteria below. Click on the "Find Stocks" button to view the results.

Category

Industry: Any / Accident & Health Insurance (Financial) / Advertising Agencies (Services) / Aerospace/Defense - Major Diversified (Industrial Goods) / Aerospace/Defense Products & Services (Industrial Goods)

Index Membership: S&P 500

Share Data

Share Price:	$15	Min	$50	Max
Market Cap:	500 mil	Min	10 bil	Max
Beta (Volatility):	1.5	Min	3.0	Max

Sales and Profitability

Sales Revenue:	500 mil	Min	Any	Max
Profit Margin	Any	Min	Any	Max

Valuation Ratios

Price/Earnings Ratio:	Any	Min	25	Max
Price/Book Ratio:	Any	Min	Any	Max
Price/Sales Ratio:	Any	Min	Any	Max
PEG Ratio:	Any	Min	2.0	Max

Analyst Estimates

Est. 1 Yr EPS Growth: Up more than 20%

Est. 5 Yr EPS Growth: Any

Avg Analyst Rec: (1=Buy, 5=Sell) Any

Results Display Setting

Display info for: Actively Screened Data

Find Stocks

الشكل ١٣-٥: البحث عن شركات حسب خصائص محددة.

مواقع الوسطاء

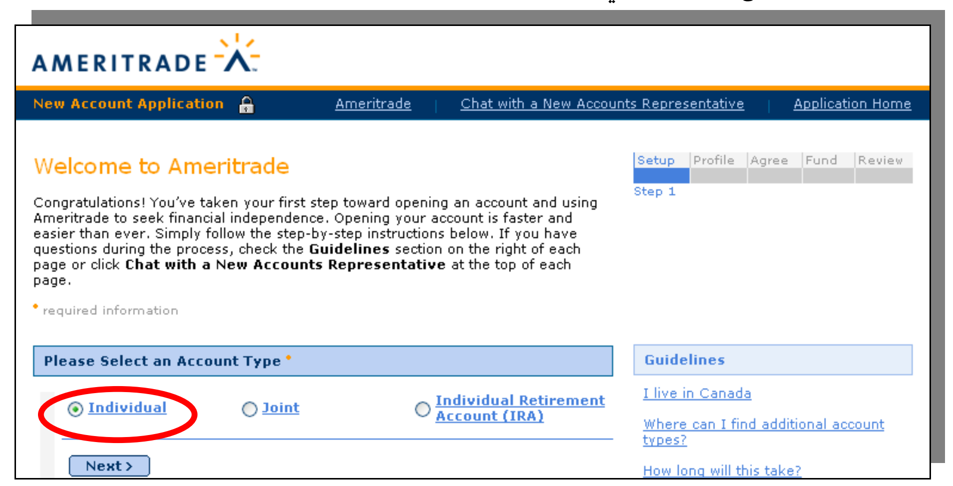
بعض مواقع الوسطاء تسمح للزائر بفتح حساب تجريبي يمكنه عن طريقه التعرف بطبيعة الموقع، ولكنها لا تعطي الصورة الكاملة لقدرات الموقع نظراً لأن الزائر بطبيعة الحال لا يستطيع إدخال أوامر البيع والشراء على الموقع.

فيما يلي استعراض سريع لموقع أميريتريد www.ameritrade.com وما يقدم فيه من خدمات.

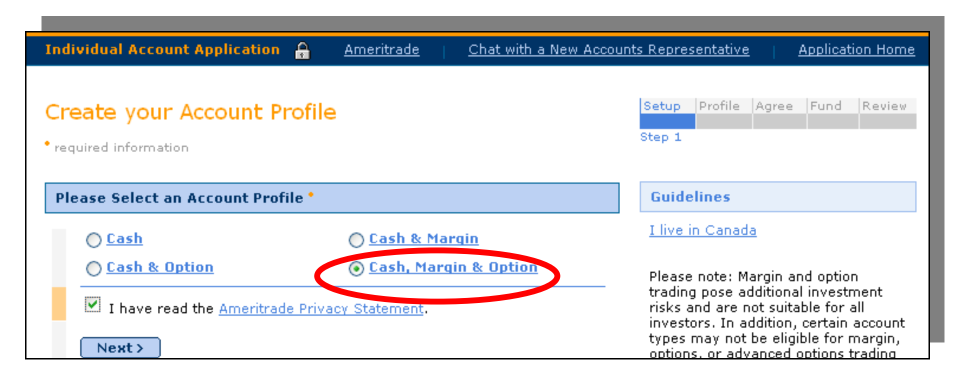
فتح الحساب

تتم عملية فتح الحساب بتعبئة نموذج فتح الحساب على الموقع مباشرة، أو طباعة النموذج من الكمبيوتر وتعبئتها باليد وإرسالها بالبريد العادي إلى أمريتريد.

- هنا تختار نوع حساب شخصي.



- هنا تختار الحساب النقدي وحساب الهامش وعقود الخيار، لتمنح نفسك مرونة كبيرة في التحكم بالحساب، ولا يعني بالضرورة أن عليك التعامل بهذه الوسائل.



- بعد ذلك تقوم بتعبئة معلوماتك الشخصية وتختار الطريقة الإلكترونية لاستلام الاشعارات (أو بتكلفة دولارين لكل عملية يمكنك استلام اشعارات بالبريد العادي. هنا تختار الجنسية وتحدد نوع التأشيرة (الفيزة) لا يوجد (إلا إذا كنت مقيماً في الولايات المتحدة).

- ثم تجيب عن الأسئلة الخاصة بعلاقتك بالوسطاء والشركات بالجواب No. ومن ثم مزيد من الأسئلة عن الوظيفة والمرتب وعدد مرات البيع والشراء، ومن ثم تختار رمزاً وكلمة سر للدخول للموقع، وفي صفحة أخرى تحدد كيفية تمويل الحساب، والأفضل اختيار إرسال شيك، وفيما بعد تستطيع تمويل الحساب مباشرة متى شئت.

How would you like to receive your:

Statements *
Monthly Electronic
Monthly Paper ($2 fee may apply)

Trade Confirmations *
Electronic
Paper ($2 fee)

Send me shareholder information on positions in my account, (i.e., annual report, shareholder voting, corporate information, etc.)

Please note: If you elect to receive either Monthly Electronic Statements or Electronic Trade Confirmations, and you elect to receive Shareholder Information, you will receive Shareholder Information electronically.

Identification and Citizenship

Marital Status * Married
Mother's Maiden Name * My Mother's name
Last Name Only
Date of Birth * 01 01 1970
example: MM-DD-YYYY
U.S. Social Security Number / ITIN *
example: XXX-XX-XXXX

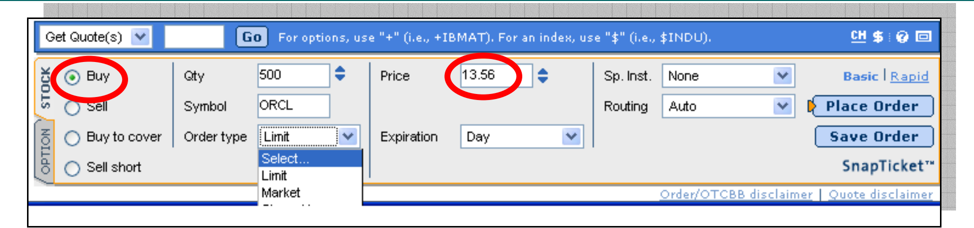
I am a U.S. Citizen or Permanent Resident
I am a citizen of: KUWAIT
My Visa Type is: NONE

Next >

- يظهر بعد ذلك عنوان الوسيط لتحرير الشيك باسمه لصالح حسابك، وتقوم بعد ذلك بتعبئة وإرسال نموذج W-8BEN الخاص بالإعفاءات الضريبية، وتقوم بتصوير جواز السفر وترسل كامل الأوراق للعنوان الموضح.
- وتستطيع استخدام الحساب فوراً ولكن لن تستطيع التداول حتى يتم تمويل الحساب.

إدخال الأوامر

هنا مثال لإدخال الأوامر من خلال تذكرة الأوامر SnapTicket، وهذا الأمر لشراء ٥٠٠ سهم من أسهم شركة أوراكل بسعر محدد ١٣,٥٦ دولار، ولم نحدد مكان توجيه الأمر، بل اخترنا هنا Auto، ولكن بالإمكان توجيه الأمر لصانع سوق معين (باختيار رمزه المكون من أربعة أحرف)، أو إرسال الأمر لأي من شبكات التداول الإلكترونية (مثل INET أو BRUT)، أو لنظام SuperMontage، وهو النظام الخاص بـ [نازداك]. والقرار هنا لأكثر المتعاملين هو Auto، ولكن من يريد أن يستعمل طريقة التوجيه المباشر Direct routing، فيستطيع القيام بها هنا، بعد أن يقوم بتفعيل الخاصية عن طريق Profile & Preferences في الصفحة الرئيسية.



ومن خلال تذكرة الأوامر يمكن إدخال أوامر عقود الخيار، ويمكن استعراض سلسلة العقود والتي توضح جميع العقود المتاحة، وذلك بالضغط على الرمز CH الظاهر في أعلى يمين تذكرة الأوامر.

الوسطاء المحليين

هناك عدد من البنوك المحلية التي تقدم خدمات الاستثمار في الأسواق الأمريكية عبر الإنترنت، ومن خلالها يمكن تداول الأسهم وعقود الخيار، إلا أنه من غير الممكن البيع مسبقاً ولا إجراء التداول اليومي الذي يتيح للشخص الحصول على أربعة أضعاف رأس ماله بدون فائدة، شريطة إعادتها خلال اليوم نفسه. وتبقى البنوك المحلية مفيدة لمن لا يرغب بفتح حساب خارجي أو لمن لا يحتاج إجراء عمليات تداول كثيرة، مرة واحدة في الشهر، على سبيل المثال. عدا ذلك فإن تكلفة العمولة عالية جداً مقارنة بالوسطاء الخارجيين، حيث تصل تكلفة شراء ٥٠٠٠ سهم عن طريق أميريتريد حوالي ١٠ دولارات، بينما تزيد عن ١٥٠ دولاراً في معظم البنوك المحلية.

الخلاصة

لكي تتم الاستفادة مما تم التطرق له في هذا الفصل فإن على المستثمر الإلمام بكيفية استخدام الإنترنت، وليس بالضرورة أن يتقن الشخص أكثر مما ذكر عن المهارات اللازمة للتعامل مع الإنترنت. فقد يكون من الأولى لمن لم يستخدم الإنترنت من قبل أن يقرأ بعض الكتب المتخصصة في شرح مفاهيم الإنترنت والتعامل معها.

بكل بساطة نستطيع أن نقول بأن الإنترنت سلاح المستثمر الفردي بما تقدمه من معلومات وأرقام وبيانات مالية مهمة. وركزنا هنا على موقع [ياهو] لتعدد المعلومات فيه وتنوعها، وبساطة التعامل معه، ولكونه مجانياً. فبعد قراءة هذا الفصل قد يكون من المناسب أن يقوم المستثمر بالتسجيل في الموقع ومن ثم إنشاء محفظة تجريبية ومتابعة ما فيها من أسهم بشكل يومي.

بعد ذلك يستطيع المستثمر أن يتوسع بعض الشيء في قراءة صفحة لمحة (Profile) ويحاول أن يتعرف على ما فيها من بيانات وأرقام حسب ما تم شرحه في الفصول السابقة. ومع مرور الوقت

يستطيع أن يكتشف الروابط الأخرى ويعود إلى ما تم شرحه عنها في هذا الفصل، ويعود إلى المفاهيم العامة كما ورد في الفصول السابقة.

تم اختيار بعض المواقع المفيدة والتي يمكن للمستثمر أن ينطلق منها ويتعرف على مواقع أخرى مشابهة لها. من تلك المواقع هناك المواقع الخاصة بعرض الأسعار بطرق مختلفة وبأسعار مختلفة، وهناك المواقع التي يحتاجها المستثمر للحصول على البيانات والمعلومات المالية الخاصة بالشركات. ومن أهم المواقع لمن يريد البحث عن أسهم معينة لها خصائص معينة ما ورد في الجزء الخاص بخدمات التنقيب عن الأسهم.

ضروري جداً على المستثمر ألاّ يتعامل مع أي وسيط غير معروف، نظراً لكثرة المشاكل التي قد تنتج بسبب سوء الخدمة أو التلاعب بالحساب، ناهيك عن ضعف المركز المالي لبعض هؤلاء الوسطاء. ونؤكد مرة أخرى على ضرورة تعبئة نموذج W-8BEN متى ما طُلب منك ذلك، حيث يبين الشكل ١٣-٦: هذا النموذج والذي تتم تعبئته عادة بإكمال الجزء الأول (Part I) والجزء الرابع (Part IV) فقط. ☐

Form **W-8BEN** (October 1998) Department of the Treasury Internal Revenue Service

Certificate of Foreign Status of Beneficial Owner for United States Tax Withholding

► Section references are to the Internal Revenue Code. ► See separate instructions.
► Give this form to the withholding agent or payer. Do not send to the IRS.

OMB No. 1545-1621

Do not use this form for: **Instead, use Form:**

- A U.S. citizen or other U.S. person, including a resident alien individual . . . W-9
- A foreign partnership (see instructions for exceptions) . . . W-8ECI or W-8IMY
- A foreign government, international organization, foreign central bank of issue, tax-exempt organization, or private foundation, claiming the applicability of section(s) 501(c), 892, 895, or 1443(b) . . . W-8ECI or W-8EXP
- A person acting as an intermediary . . . W-8IMY
- A person claiming an exemption from U.S. withholding on income effectively connected with the conduct of a trade or business in the United States . . . W-8ECI

Part I Identification of Beneficial Owner (See instructions.)

1 Name of individual or organization that is the beneficial owner
2 Country of incorporation or organization

3 Type of beneficial owner ☐ Individual ☐ Corporation ☐ Disregarded entity ☐ Partnership ☐ Trust ☐ Estate ☐ Foreign government ☐ International organization ☐ Foreign central bank of issue ☐ Foreign tax-exempt organization

4 Permanent residence address (street, apt. or suite no., or rural route). **Do not use a P.O. box.**

City or town, state or province. Include postal code where appropriate. | Country (do not abbreviate)

5 Mailing address (if different from above)

City or town, state or province. Include postal code where appropriate. | Country (do not abbreviate)

6 U.S. taxpayer identification number, if required (see instructions) ☐ SSN or ITIN ☐ EIN
7 Foreign tax identifying number, if any (optional)

8 Account number(s) (optional)

Part II Claim of Tax Treaty Benefits (if applicable)

9 **I certify that (check all that apply):**

a ☐ The beneficial owner is a resident of .... within the meaning of the income tax treaty between the United States and that country.
b ☐ If required, the U.S. taxpayer identification number is stated on line 6 (see instructions).
c ☐ The beneficial owner is not an individual, derives the income for which the treaty benefits are claimed, and, if applicable, meets the requirements of the treaty article dealing with limitation on benefits (see instructions).
d ☐ The beneficial owner is not an individual, is claiming treaty benefits for dividends received from a foreign corporation or interest from a U.S. trade or business of a foreign corporation, and meets qualified resident status (see instructions).
e ☐ The beneficial owner is related to the person obligated to pay the income within the meaning of section 267(b) or 707(b), and will file Form 8833 if the amount subject to withholding received during a calendar year exceeds, in the aggregate, $500,000.

10 **Special rates and conditions** (if applicable—see instructions): The beneficial owner is claiming the provisions of Article .... of the treaty identified on line 9a above to claim a .... % rate of withholding on (specify type of income):............................ . Explain the reasons the beneficial owner meets the terms of the treaty article: ....

Part III Notional Principal Contracts

11 ☐ I have provided or will provide a statement that identifies those notional principal contracts from which the income is **not** effectively connected with the conduct of a trade or business in the United States. I agree to update this statement as required.

Part IV Certification

Under penalties of perjury, I declare that I have examined the information on this form and to the best of my knowledge and belief it is true, correct, and complete. I further certify under penalties of perjury that:

- I am the beneficial owner (or am authorized to sign for the beneficial owner) of all the income to which this form relates,
- The beneficial owner is a foreign person,
- The income to which this form relates is not effectively connected with the conduct of a trade or business in the United States,
- For broker transactions or barter exchanges, the beneficial owner is an exempt foreign person as defined in the instructions,
- Any income from a notional principal contract to which this form relates is not effectively connected with the conduct of a trade or business within the United States, **and**
- I am not a former citizen or long-term resident of the United States subject to section 877 (relating to certain acts of expatriation) or, if I am subject to section 877, I am nevertheless entitled to treaty benefits with respect to the amounts received.

Sign Here ► Signature of beneficial owner (or individual authorized to sign for beneficial owner) | Date | Capacity in which acting

For Paperwork Reduction Act Notice, see separate instructions. Cat. No. 25047Z Form **W-8BEN** (10-98)

الشكل ١٣-٦: يجب تعبئة نموذج W-8BEN للمستثمر الأجنبي لتجنب احتجاز جزء من الأرباح من قبل الوسيط.

الفصل الرابع عشر

دليل المواقع الاستثمارية على الإنترنت[1]

في هذا الفصل

- ما أشهر المواقع الاستثمارية على الإنترنت وماذا يقدم كل موقع بشكل مختصر؟
- أين يجد المستثمر المعلومات المالية عن الشركات، وأماكن عرض أرباح الشركات، وتحليلات خبراء الأسهم؟
- هل هناك مجلات إلكترونية تقدم معلومات استثمارية متنوعة ومفيدة، وتحظى بمتابعة جيدة من قبل المستثمرين كافة؟
- أين يجد المستثمر مواقع أفضل وسطاء الأسهم وعناوين الأسواق المالية المختلفة؟
- ماذا عن بقية المواقع المعنية بالاقتصاد؟ وأين يجد المستثمر عناوين المنظمات الحكومية المعنية بالاستثمار؟

هناك آلاف من المواقع الاستثمارية على الإنترنت، والتي تحتاج إلى كتاب كامل لتسجيلها، وليس من الصعب أن نقوم بحشو الكتاب بقوائم عديدة من هذه المواقع، حيث بالإمكان توظيف محركات البحث للحصول على هذه القوائم بيسر وسهولة. هنا نقوم فقط بالتطرق لبعض المواقع حسب ما لها من أهمية، مع تقديم شرح بسيط لطبيعة الموقع. وبلا شك هناك مواقع أخرى جيدة لم تذكر هنا لضيق المساحة المتاحة لذلك.

[1] لمعرفة أحدث المواقع (حيث إنها تتغير باستمرار) يمكن زيارة موقع الكتاب في www.fahadbiz.com

خدمات الخرائط (Chart Services)

موقع ستوك تشارتس للخرائط والتحليل الفني	http://stockcharts.com
موقع بيج تشارتس للخرائط والتحليل الفني	http://www.bigcharts.com
موقع كيو تشارتس للخرائط والتحليل الفني	http://www.qcharts.com
موقع بار تشارتس للخرائط والتحليل الفني	http://www.barchart.com
موقع ستوك فيتشر للخرائط والتحليل الفني	http://www.stockfetcher.com

التخطيط المالي (Personal Finance)

معلومات وأخبار عن التخطيط المالي من سمارت موني	http://www.smartmoney.com/pf
موقع التخطيط المالي	http://www.financial-planning.com
بعض الأدوات الهامة للتخطيط المالي	http://www.bankofamerica.com/financialtools
شرح عن القيم المستقبلية والحاضرة	http://www.busadm.mu.edu/mandell

تحليل الشركات (Company Analysis)

من ستاندارد آند بورز تقارير وتحليلات	http://www.advisorinsight.com
من رويترز تقارير وتحليلات	http://www.investor.reuters.com
من الشركة المطورة لبرنامج ميتاستوك	http://www.equis.com
من لايكوس معلومات تفصيلية وتقارير	http://finance.lycos.com/qc/research
من هوفرز معلومات تفصيلية عن الشركات ونشاطاتها	http://www.hoovers.com
من [ياهو] عرض لجميع الشركات وبيانات أسهمها	http://biz.yahoo.com/p

أسهم متحركة (Hot Stocks)

من سي إن إن أخبار قصيرة عن الأسهم النشطة	http://money.cnn.com/markets/hotstocks
من [ياهو] آخر أخبار الشركات	http://finance.yahoo.com/mp?q
من [ياهو] مقتطفات قصصية عن الشركات	http://biz.yahoo.com/mu/story.html
موقع يختص بشركات البني ستوكس	http://www.otcbb.com

مواقع لبعض الوسطاء (Brokers)

راجع جدول أفضل وسطاء التكلفة المنخفضة، صفحة ٩٦، ووسطاء الخدمة الكاملة، صفحة ٩٣.

موقع أميريتريد جيد ورخيص راجع صفحة 323	http://www.ameritrade.com
موقع شواب جيد ومتميز	http://www.schwab.com
موقع إي تريد في تطور دائم	http://www.etrade.com

موقع سكوتس تريد قليل التكلفة	http://www.scottrade.com
موقع ميريل سيبرت من أقدم وسطاء وول ستريت	http://www.msiebert.com
موقع فيديليتي معروف ومشهور	http://www.fidelity.com
موقع وسيط متواجد في الكويت ويتعامل باللغة العربية	http://www.alawsat.com
موقع واتر هاوس جيد ومعروف	http://www.waterhouse.com
موقع مورجان ستانلي للخدمة الكاملة	http://www.msdwadvice.com
موقع ميريل لنش للخدمة الكاملة	http://www.merrillLynch.com
موقع ولز فارجو للخدمة الكاملة	http://www.wellsfargo.com/investing
موقع يو بي أس للخدمة الكاملة	http://www.ubspainewebber.com
موقع سميث بارني للخدمة الكاملة	http://www.salomonsmithbarney.com

الصناديق الاستثمارية (Mutual Funds)

موقع مورننج ستار المختص	http://www.morningstar.com
موقع يختص في الاستثمار في أسهم المؤشرات	http://www.indexinvestor.com
موقع يختص في التثقيف عن الصناديق الاستثمارية	http://www.mfea.com

الطرح الأولي (IPOs)

موقع يحتوي على معلومات متكاملة عن الطرح الأولي	http://www.ipocentral.com
من [ياهو] معلومات وأخبار الطرح الأولي	http://biz.yahoo.com/ipo
موقع جيد لمعلومات وأخبار الطرح الأولي	http://www.ipodata.com

مجلات الاستثمار (Online Magazines)

موقع مجلة فورتشن	http://www.fortune.com
موقع مجلة سمارت موني	http://www.smartmoney.com
موقع مجلة فاينانشال تايمز	http://www.financialtimes.com
موقع مجلة إيكونوميست البريطانية	http://www.economist.com
موقع مجلة بارونز المختصة بالأسهم	http://www.barrons.com
موقع صحيفة وول ستريت الشهيرة	http://www.wsj.com
موقع مجلة إنك المختصة بالأعمال والشركات	http://www.inc.com
موقع مجلة الأفكار التجارية	http://www.entrepreneur.com

معلومات عامة عن الاستثمار (Investing Information)

موقع أنفستوبيديا لثقافة الاستثمار والأسهم	http://www.investopedia.com/university

موقع للأسئلة المتكررة عن الأسهم والاستثمار	http://www.invest-faq.com
موقع لثقافة الأسهم ويمكن السؤال من خلاله	http://www.accuinvest.com
موقع لمعلومات متفرقة عن الاستثمار والأسهم	http://www.invest-2-grow.com
موقع دليل المستثمر، معلومات وأخبار وثقافة	http://www.investorguide.com

مواقع الأسواق المالية (Securities Exchanges)

بورصة السوق الأمريكي	http://www.amex.com
بورصة نيويورك	http://www.nyse.com
سوق شيكاغو للسلع الآجلة	http://www.cboe.com
سوق شيكاغو للأسهم	http://www.chicagostockex.com
جمعية وكلاء نازداك	http://www.nasd.com
موقع سوق نازداك	http://www.nasdaq.com
البورصة الدولية	http://www.iseoptions.com
بورصة السوق الباسيفيكي	http://www.pacificex.com
بورصة فيلادلفيا	http://www.phlx.com
مؤسسة الإيداع والتسوية الوطنية	http://www.nscc.com
موقع المؤشرات الدولية	http://www.spglobal.com
سوق بيروت للأسهم	http://www.bse.com.lb
سوق الأسهم السعودي	http://www.tadawul.com.sa
سوق الأسهم البحريني	http://www.bahrainstock.com
سوق الأسهم المصري	http://www.egyptse.com
سوق الأسهم الأردني	http://www.ase.com.jo
سوق دبي المالي	http://www.dfm.co.ae
سوق أبوظبي المالي	http://portal.adsm.ae/wps/portal
سوق الأسهم القطري	http://www.dsm.com.qa
سوق الأسهم الكويتي	http://www.kuwaitse.com
سوق الأسهم العماني	http://www.msm.gov.om

مواقع بحث وأرقام إحصائية (Search and Stats)

معلومات إحصائية من أكثر من ١٠٠ دائرة حكومية فدرالية	http://www.fedstats.gov
معلومات عن الدول	http://www.odci.gov/cia/publications/factbook/index.html
موقع لكسس نكسس للمعلومات	http://www.lexis-nexis.com
موقع سجل تاموس الشهير للبحث عن أي منتج وأي شركة	http://www.thomasregister.com
معلومات إحصائية من وزارة التجارة الأمريكية	http://www.stat-usa.gov
موقع المصطلحات المالية من [ياهو]	http://biz.yahoo.com/f/g/g.html

مواقع مؤسسات حكومية وهيئات عامة

موقع معلومات للمستثمر الدولي	http://www.global-investor.com
موقع هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية	http://www.sec.gov
معلومات حكومية أمريكية	http://www.fedworld.gov
معلومات تجارية للتعامل مع الحكومة الأمريكية	http://www.business.gov
مجلس المحافظين لمجلس الاحتياطي الأمريكي	http://www.federalreserve.gov
منظمة تهتم بشئون المستثمرين	http://www.better-investing.org

مواقع إخبارية (News)

موقع سي إن أن المالي	http://money.cnn.com
موقع بريفنج المختص بأخبار الشركات خلال التداول	http://www.briefing.com
موقع محطة سي بي أس متميز وكبير	http://www.cbs.marketwatch.com
موقع الأغبياء المعروف	http://www.fool.com
موقع شارع وول ستريت مشهور ويكتب فيه عدد من المعروفين	http://www.thestreet.com

منتديات عربية

موقع أراب تو إنفست المختص بالمستثمر العربي	http://www.arab2invest.com
منتديات أعمال الخليج (أسهم محلية وأمريكية)	http://www.thegulfbiz.com
منتدى المؤشر نت للسوق الأمريكي والكويتي	http://www.indexsignal.com/vb
نوادي المضاربة والاستثمار (أمريكي، سعودي، كويتي)	http://www.alnwady.com/stock
شبكة تداول الاقتصادية (أسهم خليجية وأمريكية)	http://tdwl.net/vb/
الأسهم السعودية	http://www.saudistocks.com

الاستثمار الإسلامي

موقع المستثمر المسلم	http://muslim-investor.com
موقع فتاوى الإسلام	http://fatawa.al-islam.com
موقع عن الزكاة وكيفية حسابها	http://zakat.al-islam.com
موقع متخصص في الأبحاث الإسلامية المتعلقة بالاقتصاد والاستثمار	http://www.kantakji.org
موقع متخصص في المعاملات المالية الإسلامية وتحديد شرعيتها	http://www.halal2.com

منتديات إنجليزية

موقع المغفلين	http://boards.fool.com/Index.aspx
موقع [ياهو]	http://messages.yahoo.com
موقع مستثمر السيليكون	http://www.siliconinvestor.com
موقع نجمة الصباح المختص بالصناديق الاستثمارية	http://socialize.morningstar.com

مواقع متفرقة (Miscellaneous)

http://www.hulbertdigest.com

موقع نشرة هلبرت المتخصصة بمتابعة أداء المحللين على مدى السنوات الماضية، وتقديم معلومات عن أفضل المحللين ممن يقدم اقتراحاته على شكل رسالة أسبوعية أو شهرية، بعضها عن طريق البريد الإلكتروني

http://www.netstockdirect.com

موقع يختص بالشراء المباشر Direct Purchase Plans للأسهم ومعلومات متنوعة عن هذه الطريقة التي تتيح الشراء بدون وسيط، راجع الصفحة ٩٢.

http://www.investopedia.com

موقع متكامل يحتوي على قاموس للمصطلحات وشرح لمفاهيم عديدة، علاوة على بعض المقالات المتميزة.

http://www.briefing.com

موقع يختص بتحليل الشركات وتفسير الأخبار اليومية وتأثيرها على الأسهم، ويقدم كذلك مؤشرات توجه السوق قبل الافتتاح، وتقييم محللي الأسهم وتغيره من وقت لآخر.

http://www.investorlinks.com

دليل شامل للمستثمر يحتوي على مواقع عديدة مصنفة حسب مجالات استثمارية عديدة.

http://tfti.com

موقع يحتوي على برنامج يتيح للشخص تجريب تداول السلع الآجلة، تكلفته ١٥ دولاراً في الشهر.

http://www.worldlinkfutures.com/paper.htm

موقع لتجريب تداول السلع الآجلة وعقود الخيار، تكلفته ٢٥ دولاراً في الشهر.

http://www.virtualstockexchange.com

موقع البورصة الافتراضية من أفضل المواقع المخصصة لتجريب تداول الأسهم بطريقة وهمية، بحيث يقوم الشخص بتحديد مبلغ معين يبدأ به ويقوم بالبيع والشراء بطريقة مماثلة لما يحدث من خلال الوسيط، ومن ثم يتابع الشخص أداءه مع مرور الوقت. وبالإمكان كذلك فتح مسابقة ودعوة الأصدقاء إليها أو الاشتراك في مسابقة قائمة.

http://moneycentral.msn.com/investor/srs/srstrend.asp

موقع يختص في عرض القطاعات والصناعات التي عليها إقبال من عدمه، وهو مفيد في معرفة الأوقات المناسبة للانتقال من قطاع لآخر.

http://moneycentral.msn.com/investor/calendar/ratings/current.asp

موقع يختص في عرض نتائج تقييم المحللين للأسهم upgrades/downgrades.

http://finance.yahoo.com/actives?e=O

من موقع [ياهو]، تجد هنا الشركات النشطة من حيث تحقيقها لأعلى أو أدنى الأسعار في السوق، وكذلك أكبر كميات تداول، وهكذا.

http://biz.yahoo.com/research/earncal/today.html

من [ياهو]، جدول الأرباح التي ستعلن لجميع الشركات.

http://biz.yahoo.com/ipo/

من [ياهو]، تجد هنا معلومات عن أهم الاكتتابات الجديدة IPO.

http://biz.yahoo.com/c/e.html

من [ياهو]، تجد هنا أهم البيانات الاقتصادية ووقت وتاريخ صدورها.

http://biz.yahoo.com/reports/stocks.html

من [ياهو]، آخر أخبار الأسواق الأمريكية.

http://www.nasd.com

منه توجه إلى أعلى اليمين investor information، تحتها مباشرة اختر markets & trading، ثم اختر margin information، ومن ثم margin stats، وتجد إحصاءات هامة عن نسبة الكاش في حسابات المستثمرين ونسبة الاقتراض بالهامش، وهي مفيدة في معرفة وضع المستثمرين: هل هناك كاش خارج السوق أم لا؟ وهل الاقتراض مرتفع عن السابق أم لا؟ وهكذا.

http://www.nasdaqtrader.com/asp/short_interest.asp

ادخل رمز السهم لتحصل على آخر إحصاءات البيع المُسبق لهذه الشركة.

http://mcribel.com/

موقع يختص بمتابعة تدفق المال في الأسهم.

http://www.bloomberg.com/markets/stocks/futures.html

من بلومبرج، موقع يعرض أسعار المؤشرات المستقبلية للأسهم.

http://www.edgaronline.com/

موقع أدغار يحتوي على بيانات مالية رسمية وتقارير صادرة من الشركات.

5

الباب الخامس

الاستثمار بأكثر من طريقة

الفصل الخامس عشر

صناديق الاستثمار وأسهم المؤشرات

في هذا الفصل

- هل الأفضل للمستثمر أن يشتري الصناديق الاستثمارية بدلاً من شراء الأسهم مباشرة؟
- ما أفضل أداء للصناديق الاستثمارية في السنوات الماضية؟
- كم هي تكلفة الاستثمار بهذه الصناديق؟ وكيف يتم الاستثمار بها عن طريق الإنترنت؟
- ما المقصود بصناديق المؤشرات؟ وما المقصود بأسهم المؤشرات؟ وما فائدة الاستثمار في الأسهم القابضة؟
- هل هناك طريقة إسلامية للاستثمار؟ ما هي الصناديق الاستثمارية الإسلامية؟ كيف يقيّم أداء الأسهم الإسلامية؟
- كيف يتم الاستثمار في الأسهم الدولية، وما هي إيصالات الإيداع الأمريكية؟



الاستثمار (Mutual Funds) هي عبارة عن شركات أو بنوك تقوم بالاستثمار بمحافظ مالية مختلفة ومتعددة، وبذلك فهي تتيح فرصة الاستفادة من هذه المحافظ دون الحاجة لقيام المستثمر بإنشاء محفظته المالية بنفسه وإدارتها. ولكن لماذا لا يقوم الفرد بشراء الأسهم بنفسه ويبيع ويشتري كيفما شاء ومتى شاء؟ خصوصاً أننا نعلم أن عمولة البيع والشراء عن طريق الإنترنت متدنية جداً؟ ألم نقض معظم صفحات الكتاب حديثاً عن كيفية اختيار الأسهم وتداولها عن طريق الإنترنت ودراسة الشركات وتقييمها، ...الخ؟ بكل بساطة إن الأمر يعود للمستثمر نفسه، ويعتمد قرار الاستفادة من الصناديق الاستثمارية على أهداف الفرد وطموحاته وقدراته. فهناك من

لا يود أن يقضي وقته في الاستثمار بالأسهم ولا متابعتها، فيفضل الدخول في الصناديق الاستثمارية ويذهب هو في شأنه.

إن من الصعب جداً على الفرد، على سبيل المثال، أن يقوم بإنشاء محفظة تختص بالأسهم الدولية وتغطي في الوقت نفسه أربعة أو خمسة مجالات مختلفة، كمجال التكنولوجيا، والبترول، والعناية الصحية، وقطاع تجزئة الملابس! إن إدارة مثل هذه المحفظة يتطلب في واقع الأمر معرفة جيدة ومفصلة للأسواق العالمية والشركات المتاحة من خلالها، كأن يعرف الشخص إن أفضل شركة أدوية قد تكون موجودة في سوق فرانكفورت في ألمانيا، أو إن أفضل شركة اتصالات قد تكون تلك الموجودة في سوق سنغافورة، وهكذا. ليس هذا فحسب، بل علاوة على ذلك، يجب أن تحتوي المحفظة على عدد كبير من أسهم شركات مختلفة، أي قد يحتاج الشخص لشراء أسهم ثلاثين أو أربعين شركة، وعليه متابعة حالة كل واحدة من هذه الشركات على حدة. غني عن التفصيل، نقول بأن إنشاء محفظة كتلك المتوفرة عن طريق الصناديق الاستثمارية ومتابعتها أمر شبه مستحيل على الفرد أن يقوم به بنفسه بطريقة احترافية.

مزايا الاستثمار في الصناديق الاستثمارية

من أهم مزايا الاستثمار في الصناديق الاستثمارية ما يلي:

١. **الإدارة المتخصصة: تتم إدارة الصناديق الاستثمارية من قبل محترفين متفرغين ومتخصصين في الاستثمار، حسب طبيعة كل صندوق. فتجد أن الصندوق المعني بشركات التكنولوجيا الصغيرة تتم إدارته من قبل أفراد لهم معرفة بهذا المجال وعلى دراية بخصائص العديد من مجالات التكنولوجيا ومستقبلها. مثل هذه المعرفة الجيدة قد لا تتوفر لدى المستثمر العادي.**

٢. **الحد من المخاطرة: بسبب قيام الصندوق الاستثماري بتنويع ما لديه من أسهم، فهو قادر على تقليص نسبة المخاطرة في الأسهم. وكما ذكرنا بأن إدارة الصندوق قد تشتري أسهم عشرات من الشركات، وفي حالة تدهور بعض هذه الشركات فإن البقية الجيدة تعوض جانباً من تلك الخسارة[1].**

٣. **تكلفة التداول المنخفضة: بسبب حجم الصندوق وعدد الأسهم التي يحتويها، فإن بيع الأسهم وشرائها يكون أقل تكلفة من قيام الفرد بالتداول بنفسه. فتجد أن مدير الصندوق قد يقوم ببيع كميات**

[1] من المعروف عن [بيتر لنش] بحثه عن السهم "أبو عشرة" أو The ten bagger، ويقصد به السهم الجيد الذي قد يرتفع عشرة أضعاف وبذلك يغطي الخسارة الكاملة لتسعة أسهم أخرى. على سبيل المثال، لو كان لديك ١٠ أسهم في المحفظة بنسبة ١٠٪ لكل سهم، فإن الإفلاس الكامل لتسعة منها، يعوضه بالكامل ارتفاع واحد منها بمقدار عشرة أضعاف.

كبيرة من الأسهم أو شرائها بسعر الجملة، أو بسعر مفضل يمنحه الوسيط الذي يتعامل معه، دون أن يقوم المستثمر في الصندوق بدفع تكلفة العمولة على هذه العمليات.

٤. التعددية والتنوع: هناك آلاف الصناديق المتخصصة في مجالات شتى من صناعة الطائرات والمنتجات الورقية، إلى الأسهم ذات الخطورة المتدنية، أو الأسهم الدولية، أو الأسهم الواقعة في مجال الأقراص الممغنطة وغيرها. هذا التنوع يعطي المستثمر فرصة اختيار المجال المناسب لأهدافه وحسب ما تمليه عليه توقعاته. في الوقت نفسه، نجد أن هذه التعددية والتنوعية تزيد من الصعوبة في اختيار الصندوق المناسب.

سلبيات الاستثمار في الصناديق الاستثمارية

هذه المزايا بلا شك تأتي بتكلفة معينة، حيث لا يوجد شيء مجاني في عالم الاستثمار. ومن سلبيات الصناديق الاستثمارية ما يلي:

١. هناك العديد من الصناديق الاستثمارية، وبذلك تقارب عملية اختيار الصندوق المناسب في صعوبتها عملية اختيار السهم المناسب لمن يريد أن يستثمر بنفسه!

٢. تكلفة العمولة تعتبر نوعاً ما مرتفعة لمن يخرج من الصندوق خلال فترة قصيرة، حيث تصل تكلفة البيع أحياناً إلى ٨٪ في بعض الصناديق.

٣. معظم الصناديق الاستثمارية (أكثر من ٧٥٪ منها حسب بعض الإحصائيات) تحقق أداءً أقل من أداء السوق، بمعنى أنها لا تحقق العائد نفسه الذي تحققه المؤشرات الرئيسية كمؤشر [أس آند بي ٥٠٠]، ومؤشر [داو جونز]!

٤. غالباً ما تدار الصناديق الاستثمارية من قبل شخص واحد فقط، ويكون هو الخبير الذي يقوم عليه الصندوق ويتأثر أداء الصندوق بشكل كبير عند خروجه.

٥. هناك مشكلة الضرائب التي قد تكون قضية حتى بالنسبة للمستثمر الأجنبي خارج الولايات المتحدة ممن لا يدفع عادة ضرائب مقابل استثماره في الأسواق الأمريكية. أساس المشكلة هو أن الصندوق مجبر نظاماً على دفع ضرائب مقابل الأرباح الرأسمالية الناتجة عن البيع (Capital Gains)، ويدفع ضرائب كذلك عند حصول الصندوق على الأرباح الموزعة (Dividends) من الشركات. فالذي يحصل أن المستثمر الأمريكي عادة يدفع الضرائب المستحقة عليه في نهاية العام، بما في ذلك ما يخص أرباحه من الصندوق، ومن ثم يطالب باستعادة ما دفعه الصندوق لمصلحة الضرائب،

فيدفع فقط ما عليه من ضرائب بشكل عادي. أما بالنسبة للمستثمر الأجنبي المعفى من الضرائب فقد لا يستطيع استعادة ما يقوم بدفعه الصندوق من ضرائب. والمشكلة الأكبر من ذلك هي أن المستثمر يدفع في واقع الأمر ضرائب على أرباح الصندوق حتى وإن كان أداؤه شخصياً في الصندوق متدنياً في ذلك العام.

قبل اتخاذ قرار الدخول في الصناديق الاستثمارية

هناك بعض العوامل التي يجب أن تراعى قبل أن يقرر الشخص ما إذا كانت الصناديق الاستثمارية الوسيلة المناسبة له، منها ما يلي:

- **ما هدفك من الاستثمار؟ هل تعتقد أنك سوف تضاعف رأس مالك خلال ستة أشهر أو عام أو عامين؟ أم أنك تستثمر لجمع مبلغ من المال لشراء منزل بعد عشر سنوات أو خمسة عشر سنة؟ هذان الهدفان مختلفان تماماً وعادة تعمل صناديق الاستثمار على المدى الطويل، فقد لا تكون مناسبة لمن يسعى لتحقيق الهدف الأول.**
- **إذا لم يكن لديك الوقت الكافي لمتابعة استثماراتك بشكل مستمر فقد تكون الصناديق الاستثمارية مناسبة لك.**
- **لا تزال هناك خطورة من الاستثمار في الصناديق الاستثمارية شأنها شأن الأسهم والسندات، وتختلف حدة الخطورة حسب طبيعة الصندوق ونوع الأسهم التي يحتويها.**
- **يجب الاستفادة من خدمات التقييم المستقلة للصناديق الاستثمارية مثل خدمة Morningstar والتي تقوم بتحليل أداء الصناديق الاستثمارية وتعطي معلومات متكاملة عنها.**

أداء صناديق الاستثمار

في نهاية الأمر يبقى العائد على الاستثمار هو المحك الرئيسي لنجاح أي وسيلة استثمارية، مما يعني أنه لو وجدت وسيلة واحدة لتحقيق عائد ثابت ومضمون بنسبة ٢٠٪ أو أكثر لما كانت هناك أي وسيلة أخرى صالحة للاستثمار. هل تعتقد بأن من يستثمر في أذونات الخزينة ويحصل على ٣٪ كعائد استثمار، أو من يودع لدى البنك ويحصل على ٤٪، يقوم بعمل ذلك لمجرد تنويع الوسيلة الاستثمارية، أو لأنه لا يعرف عن وسائل أخرى تحقق ربحاً أكثر من ذلك؟ إن جودة العائد على الاستثمار وأمان رأس المال هما الحكم الفاصل عند اختيار الوسيلة الاستثمارية أياً كانت.

ملاحظة

من المعروف أن أداء الصناديق الاستثمارية بشكل عام كان أفضل في السنوات العشرين الماضية من كثير من الوسائل الأخرى كشهادات الإيداع والسندات الحكومية، وغيرها من الوسائل التي تحقق عوائد قليلة. وهنا نؤكد على كلمة "كان" في هذه الجملة، ذلك لأن أداء الصندوق في الماضي لا يعني بالضرورة استمرارية الأداء نفسه في المستقبل. ولكن هناك بعض الصناديق المتميزة التي كان لها أداء جيد على فترات طويلة، منها صندوق ماجيلان الذي ذكرناه سابقاً وكان يديره بيتر لينش الشهير، الذي حقق عائداً تراكمياً سنوياً تجاوز ٢٥% على مدى ١٣ عاماً.

يبين الجدول ١٥-١ أداء أفضل عشرة صناديق خلال السنوات الخمس المنتهية بنهاية النصف الأول من عام ٢٠٠٥م. ونلاحظ أن أفضل أداء للصناديق تحقق في مجالات العقار والموارد الطبيعية، وهذا متوقع نظراً لكون السنوات الخمس الماضية لم تشهد نمواً كبيراً في القطاعات الأخرى مثل التكنولوجيا والرعاية الصحية. وفي هذه الصناديق جميعاً كان الأداء خلال السنوات الخمس الماضية حوالي أربعة أضعاف رأس المال.

الجدول ١٥-١: أفضل الصناديق الاستثمارية لفترة خمس سنوات (حتى ٦/٢٠٠٥م).

	اسم الصندوق		العائد التراكمي ٥ سنوات	عمولة البيع والشراء
١	مجال العقار، يديره شخص واحد منذ ١٩٩٣م	Alpine Eq:US RE;Y	%٣٣,٧٦	%١,٦٧
٢	متعدد المجالات، يديره شخص واحد منذ ١٩٨٣م	Bruce Fund	%٣٣,٦١	%١,١٧
٣	موارد طبيعية، يديره شخص واحد منذ ١٩٩٣م	BlackRock:Gl Res;Inst	%٣١,٢٨	%١,٠٤
٤	شركات متوسطة نامية، شخص واحد منذ ١٩٩٧م	CGM Tr:Focus Fund	%٣١,٢٢	%١,١٢
٥	موارد طبيعية، شخص واحد منذ ١٩٩٠م	BlackRock:Gl Res;IA	%٣٠,٧٧	%١,٣٤
٦	الأسواق الجديدة، يدار من قبل عدة أشخاص	ING:Russia;A	%٣٠,٦٠	%٢,٠١
٧	موارد طبيعية، يدار من قبل عدة أشخاص	US Glbl:Global Res	%٢٩,٩٧	%١,٥٤
٨	موارد طبيعية، شخص واحد منذ ١٩٩٣م	BlackRock:Gl Res;IC	%٢٩,٩١	%٢,٠٤
٩	موارد طبيعية، شخص واحد منذ ١٩٩٩م	BlackRock:Gl Res;IB	%٢٩,٨٩	%٢,٠٤
١٠	أسهم صغيرة، يدار من قبل عدة أشخاص	H&W:Small Cap Value;I	%٢٩,٠١	%١,١٤

المصدر: مجلة SmartMoney وموقع Morningstar.

أنواع الصناديق الاستثمارية وخصائصها

هناك ثلاثة أنواع رئيسية للصناديق الاستثمارية:

١. **صناديق سوق المال (Money Market Funds): تباع عادة من قبل البنوك وتختص بالاستثمار منخفض الخطورة، غالباً عن طريق استثمارات قصيرة الأجل وعالية الجودة بحيث تكون إمكانية خسارة رأس المال ضعيفة جداً. بالطبع يكون العائد في هذه الحالة ضعيفاً جداً، ولكنها طريقة جيدة بدلاً من الاحتفاظ برأس المال بصورة نقدية. على سبيل المثال قد يرى المستثمر بأن يحقق ٣% كعائد من خلال هذه الصناديق بحيث يضمن رأس المال الذي قد يحتاجه بعد وقت قصير.**

٢. **صناديق السندات (Bond Funds): تختص هذه الصناديق بالاستثمار بمختلف أنواع السندات، وتكمن فائدتها في أنها تقدم عائداً أعلى من صناديق سوق المال ولكن بمخاطرة أعلى بقليل. كذلك يستفيد المستثمر من الفائدة السنوية أو نصف السنوية التي تقدمها السندات للمستثمرين، وبذلك فهذا النوع من الصناديق يعطي دخلاً ثابتاً للمستثمر الذي يحتاج لذلك.**

٣. **صناديق الأسهم (Stock Funds): هي تلك التي نقصدها عندما نتحدث عن الصناديق الاستثمارية، وهي بلا شك أكثر أنواع الصناديق وأشهرها. وقد تستثمر هذه الصناديق بوسائل أخرى غير الأسهم بحد ذاتها، منها الاستثمار في المشتقات المالية كعقود الخيار، ومنها كذلك الاستثمار في مؤشرات الأسهم، وغيرها.**

الصناديق المفتوحة والصناديق المغلقة

تأتي الصناديق الاستثمارية على شكل صندوق مفتوح (Open-end Funds) أو صندوق مغلق (Closed-end Fund)، ويقصد بالصندوق المفتوح أنه ليس فيه عدد محدد من الحصص للبيع، كأسهم الشركات، بل إن الصندوق يقوم بتقبل المستثمرين باستمرار وبذلك يزداد رأس مال الصندوق وينخفض حسب عدد المستثمرين به. أما بالنسبة للصندوق المغلق فهو شبيه بأسهم الشركات، حيث يكون هناك عدد محدد من الحصص المخصصة للبيع ويتم تداولها كما يتم تداول الأسهم.

تكلفة الصناديق الاستثمارية

بعض الصناديق تفرض عمولة بالمقدم (Front-end Load) عند الشراء تصل أحياناً إلى ٤% أو أكثر، ولا تتجاوز ٨,٥% نظاماً. فإذا اشتريت صندوقاً يعمل بطريقة العمولة بالمقدم بواقع ٥%

ودفعت مبلغ ١٠٠٠ دولار، فإن المبلغ الذي تستثمره هو فقط ٩٥٠ دولاراً. وبعض الصناديق تفرض عمولة بالمؤخر (Back-end Load)، فيتم دفع العمولة عند الخروج من الصندوق. وهذه العمولة تكون عالية جداً في السنوات الأولى وتتقلص مع مرور الوقت إلى أن تصل صفراً بعد ٤ إلى ٦ سنوات في أغلب الأحيان. تعرف الصناديق التي لا تفرض أياً من هذه العمولات بالصناديق عديمة العمولة (No Load Funds)، وهذه عادة تبيع خدماتها مباشرة للمستثمر بدون وسيط، وهي الأكثر شهرة من بين صناديق الاستثمار، وتشكل حوالي نصف الصناديق المتداولة.

تشترك كل الصناديق في تكلفة واحدة تسمى تكلفة إدارة الصندوق، وتؤخذ سنوياً لتغطية تكاليف الخبراء الذين يقومون بمتابعة الصندوق والتحكم فيه. وتختلف هذه التكلفة من صندوق لآخر، إلا أنها عادة تكون بحدود ١,٥٠% من رأس المال. وهناك تكلفة الدعاية والإعلان والتسويق والتي تعرف بتكلفة Rule 12b-1، وتتراوح بين ٠,٢٥% إلى ١% من رأس المال. بمعنى آخر قد تصل التكلفة السنوية للاستثمار في الصناديق ما بين ١ إلى ٢,٥% بشكل عام، وهذه التكلفة يجب أن تؤخذ بالحسبان عند اختيار الصندوق، وهي تؤخذ من رأس المال، وليس من الأرباح. إلا أن هذه التكلفة بدأت تنخفض في السنوات الأخيرة، حيث تشير بعض الإحصائيات إلى أن معدل التكلفة الإجمالية التراكمية السنوية حوالي ١,٢٥% من قيمة الصندوق، بينما كانت حوالي ٢,٢٦% في عام ١٩٨٠م.

سعر الصندوق

يعرف سعر الصندوق بقيمة الأصل الصافية (Net Asset Value)، ويرمز له عادة بالأحرف NAV، وهذا السعر هو عبارة عن قيمة شراء حصة واحدة من الصندوق، ويحسب بجمع أسعار الأسهم التي في الصندوق وقسمتها على عدد الأسهم المصدرة. فعند شراء حصة في صندوق ما فإنك تدفع قيمة الأصل الصافية والتي تحسب في نهاية كل يوم من أيام التداول، وإذا وصل طلبك للصندوق قبل نهاية يوم التداول فإن السعر الذي تدفعه هو السعر الذي يحسب في نهاية اليوم، وليس سعر الأمس. ولكل صندوق رمز معين، كما هو الحال في الأسهم، وعن طريقه تستطيع الاستفسار عن سعر الصندوق والحصول على معلومات عنه.

شراء الصناديق الاستثمارية عن طريق الإنترنت

هناك العديد من المواقع التي تقدم خدمات متنوعة وعديدة لمستثمر الصناديق الاستثمارية، منها خدمة مورننج ستار (MorningStar)، وهي الجهة نفسها التي تقيّم أداء صناديق الاستثمار، وترتبها حسب جودتها. هذه الخدمة تتابع أكثر من عشرة آلاف صندوق وتقدم معلومات متكاملة لمن يريد الاستثمار في الصناديق. لذا ينصح المستثمر بزيارة هذا الموقع والاطلاع على ما يقدمه

من خدمات، انظر دليل المواقع، صفحة ٣٣١. أما شراء الصندوق فيتم عن طريق وسيط الأسهم، أو من خلال البنوك.

كيفية اختيار صندوق الاستثمار

هناك عدد من الجهات التي تعين الشخص عند اختيار صندوق الاستثمار المناسب، وفيما يلي نبين أهم الأسئلة التي على الشخص الإجابة عنها لكي يتمكن من اختيار الصندوق المناسب.

- **تصنيف الصندوق**: حدد المنطقة التي يستثمر فيها الصندوق، سواءً في الأسهم الأمريكية، أو الأسهم الدولية، أو في السندات، وطبيعة المجالات التي تود الاستثمار فيها.
- **تصنيف MorningStar**: تقوم شركة MorningStar بتصنيف الصناديق حسب طبيعة الاستثمارات الموجودة في الصندوق، وليس حسب ما تدعيه إدارة الصندوق. فبالنظر إلى نوع الأسهم الموجودة في الصندوق، يتحدد ما إذا كان الصندوق يستثمر في أسهم التكنولوجيا عالية الخطورة، أو في القطاع المالي، أو في أسهم دولة معينة، أو أن الأسهم التي في الصندوق تخص شركات كبيرة الحجم، أو تلك التي تستثمر في السندات، وغيرها من التصنيفات الكثيرة. هنا عليك اختيار التصنيف الذي يناسب توجهاتك الاستثمارية، ومدى توقعاتك لنجاح مجال معين من عدمه.
- **عدد سنوات الخبرة لدى مدير الصندوق**: كما ذكرنا، فإن من أهم ما يميز الصناديق هو جودة إدارتها. فيجب الرجوع إلى سنوات الخبرة لدى مدير الصندوق في صندوقه الحالي، ومن خلال ذلك يستطيع المستثمر أن يقرر ما إذا كان أداء الصندوق في السنوات الماضية جاء نتيجة جهود المدير الحالي أم غيره. ومن أشهر مديري الصناديق، كما ذكرنا سابقاً، هو السيد بيتر لنش الذي كان يدير صندوق ماجيلان.
- **تكلفة الصندوق**: تختلف تكلفة حصة كل صندوق عن غيره وتختلف تكلفة العمولة، لذا تأكد من أن الصندوق الذي ترغب في الاستثمار عن طريقه يناسب رأس مالك، وفي معظم الصناديق تتراوح حصة الصندوق بين ١٠٠ دولار إلى ١٠ آلاف دولار. وليس بالضرورة أن يكون الصندوق الذي يشترط مبلغاً عالياً كحد أدنى للاستثمار بأفضل من غيره. كذلك تستطيع أن تبحث عن الصناديق التي لا تفرض عمولة بالمقدم ولا بالمؤخر، وتحدد النسبة السنوية التي يتحصل عليها الصندوق من رأس المال، والتي عادة تكون أقل من ٢٪ من إجمالي الأصول.
- **جودة أداء الصندوق**: تحتاج كذلك لمراجعة أداء الصندوق (عن طريق MorningStar على سبيل المثال) وتدرس نسبة العائد التراكمي للصندوق على فترات مختلفة من الزمن. فقد تشترط ألّا يقل العائد عن ١٥٪ خلال السنوات الخمس الماضية.

- **محتويات الصندوق: بعض خدمات التقييم تقوم بتقدير نسبة بيع الأسهم وشرائها التي يقوم بها الصندوق. فإذا كانت نسبة التداول (Turnover) في الصندوق ٥٠% فإن ذلك يدل على أن الصندوق قد قام خلال عام من الزمان ببيع نصف ما لديه من أسهم على فترات مختلفة. وهناك صناديق لا تغير من إستراتيجيتها إلا نادراً، وبذلك تكون نسبة التداول فيها قليلة.**

وأخيراً تقوم بتحديد حجم الصندوق الذي تود الاستثمار فيه، وبعد حصولك على عدد من هذه الصناديق تستطيع أن تدرس أفضلها بتفصيل وتتعرف على ما لدى الصندوق من أسهم في الوقت الحاضر، وأهدافه، وسعر الحصة الواحدة منه، وغير ذلك من المعلومات التي تساعد في عملية اتخاذ القرار.

صناديق المؤشرات (Index Mutual Funds)

لاحظ أننا ركزنا كثيراً في هذا الكتاب على أداء مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] وغيره من المؤشرات، وذكرنا أن كثيراً من المستثمرين المحترفين يحاولون دوماً أن يكون أداؤهم أفضل من أداء هذا المؤشر، وإن أداء المحافظ يقارن عادة بأداء هذا المؤشر. إلا أن نتائج الكثير من المحترفين في السنوات الأخيرة كانت أقل من أداء مؤشر [أس آند بي]، الأمر الذي أدى إلى ظهور العديد من الصناديق التي تستثمر في شركات [أس آند بي ٥٠٠] نفسها، لتحقق على الأقل الأداء نفسه الذي يحققه مؤشر [أس آند بي]. وكما علمنا فإن أداء هذا المؤشر خلال عشر سنوات (١٩٩٥-٢٠٠٥م) كان حوالي ١٠%، وهو أداء جيد نوعا ما، خصوصاً بعد الانهيار الشديد منذ عام ٢٠٠٠م.

ولكن كيف لصندوق استثماري أن يحقق الأداء نفسه الذي يحققه المؤشر؟ بالطبع يمكن تحقيق ذلك بالقيام بشراء أسهم جميع الشركات التي يغطيها المؤشر، والبالغ عددها ٥٠٠ شركة في حالة [أس آند بي ٥٠٠]! ولكن نجد أن هذه الصناديق عادة تستثمر في عدد أقل من ذلك بكثير، ولكنها تستطيع أن تختار الشركات التي تمثل أكبر تأثيراً على المؤشر وتستثمر فيها.

هناك العديد من الصناديق الاستثمارية التي تستثمر في أسهم المؤشرات نفسها وتحقق النتيجة نفسها التي تحققها تلك المؤشرات، منها صندوق Vanguard الذي يغطي [أس آند بي ٥٠٠] منذ عام ١٩٧٦م، والذي كان أداؤه دوماً مطابقاً لأداء [أس آند بي] (باختلاف لا يتجاوز ١%). فإذا كنت مقتنعاً بأداء مؤشر [داو جونز]، على سبيل المثال، يمكنك الاستثمار في أحد الصناديق التي تستثمر في شركات [داو جونز]. لاحظ أن الاستثمار في شركات المؤشر نفسه لا يتطلب مدير أسهم متميز ولا إلى عشرات المحللين والخبراء كما هو الحال في الصناديق الاستثمارية الكبيرة، لأن عملية اختيار الأسهم في هذه الحالة سهلة إلى حد كبير، حيث إنها تتطلب فقط شراء أهم أسهم

المؤشر (أو جميع أسهم المؤشر في حالة مؤشر [داو جونز])، وبذلك فإن تكلفة صناديق المؤشرات دوماً تكون أقل من غيرها من الصناديق المتخصصة.

أسهم المؤشرات[٢] (Index Shares)

ظهرت في السنوات الأخيرة طريقة جديدة للاستثمار في شركات المؤشر نفسه بدون الحاجة للاستثمار في الصناديق الاستثمارية للمؤشرات. بمعنى أننا علمنا قبل قليل بأن المستثمر يستطيع تحقيق العائد نفسه الذي يحققه مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] عن طريق الاستثمار بصندوق يستثمر في شركات [أس آند بي ٥٠٠]. لكن هذه الطريقة التي نحن بصددها الآن لا تتطلب الاستثمار في أي من هذه الصناديق الاستثمارية، بل تتم هذه العملية عن طريق ما يعرف بأسهم المؤشرات (Index Shares) والتي تؤدي الغرض نفسه بأقل تكلفة وأعلى مرونة من الاستثمار في صناديق المؤشرات!

تأتي أسهم المؤشرات بعدة أشكال، وهي عبارة عن أسهم تباع وتشترى في السوق بالطريقة نفسها التي تباع وتشترى فيها الأسهم العادية. فتجد أن سهم المؤشر له رمز يستعمل لعرض السعر من خلال أنظمة خدمات الأسعار كتلك المتوفرة عن طريقة خدمة [ياهو] وغيرها من الجهات التي تقدم خدمات الأسعار. وهو معرض لقوى العرض والطلب كبقية الأسهم، ومن الممكن بيعه مُسبقاً (شورت) وتداوله في حساب الهامش، وما إلى ذلك.

ومن أسهم المؤشرات التي يمكن للشخص شرائها هناك مجموعة يتم تداولها يومياً في السوق الأمريكي، أشهرها أسهم DIA المطابقة لمؤشر [داو جونز]، وأسهم QQQQ المطابقة لمؤشر [نازداك] ١٠٠، وأسهم IVV المطابقة لمؤشر [أس آند بي ٥٠٠]، كما هو مبين في الجدول ١٥-٢.

معلومة

ظهر في نهاية عام ٢٠٠٤م سهم مؤشر جديد مطابق في أدائه لأداء أونصة الذهب، رمزه GLD ويتم تداوله في سوق نيويورك، ويبلغ سعر السهم الواحد عُشر قيمة أونصة الذهب. فعند شراء ١٠ أسهم منه يمتلك الشخص أونصة واحدة من الذهب (حوالي ٣١ غراماً). والطريقة التي يعمل بها هذا السهم هي أن الجهة التي تديره تملك كميات كبيرة من الذهب وتقوم ببيع وشراء حصص منها على شكل أسهم، وتكون بذلك مجرد عملية ميسرة لمن يرغب في الاستثمار بالذهب، وبالطبع هناك عمولة قليلة تستقطع من رأس مال الصندوق (مزيد من المعلومات عن الذهب تجدها لاحقاً في صفحة ٤٠٧).

[2] يطلق على أسهم المؤشرات أحياناً مسمى الصناديق الاستثمارية المتداولة عن طريق السوق المالي (البورصة)، Exchange Traded Funds، المعروفة بالاختصار ETF.

الجدول ١٥-٢: شراء أسهم مؤشرات يطابق أداؤها أداء المؤشرات الرئيسية.

للحصول على أدء هذا المؤشر	تقوم بشراء أسهم	الرمز
[داو جونز]	Diamonds Trust	DIA
مؤشر [أس آند بي ٥٠٠]	S&P 500 SPDR أو	SPY
= = =	S&P500 iShares	IVV
مؤشر [نازداك ١٠٠]	NASDAQ 100 Trust	QQQQ

أسهم iShares للمؤشرات

أسهم iShares هي عبارة عن محافظ تدار من قبل السوق الأمريكي (Amex) مصممة بحيث تكون مطابقة في أدائها لأكثر من ٥٠ مؤشراً لمجالات مختلفة، كالمجالات الصناعية والمالية والأسهم الدولية، وغيرها من المجالات التي يتم قياسها عن طريق مؤشرات معينة تدار من قبل سبعة من أشهر دور المؤشرات. على سبيل المثال، إلى جانب المؤشرات الرئيسية هناك مؤشرات تدار من قبل مورجان ستانلي وجولدمان ساكس وغيرهم، وبناءً على هذه المؤشرات يقوم السوق الأمريكي عن طريق أحد دور الاستثمار المتخصصة بإنشاء محافظ مطابقة لهذه المؤشرات، ومن ثم بيع حصصها على شكل أسهم عادية. انظر الجدول ١٥-٣ لعدد من أبرز هذه الأسهم.

إذاً قد تكون طريقة شراء أسهم المؤشرات من أبسط الطرق وأسرعها للاستثمار في الشركات نفسها الموجودة في مؤشر [داو جونز]، أو تلك الموجودة في مؤشر [أس آند بي ٥٠٠]، وهكذا. وبالنسبة لتكلفة أسهم المؤشرات فلا توجد عمولة بالمقدم ولا بالمؤخر كالكثير من الصناديق الاستثمارية، ولكن توجد تكلفة إدارة أسهم المؤشر، والتي تكون عادة أقل من تكلفة الصناديق الاستثمارية، حيث إنها غالباً لا تتجاوز ٠,٢٥% (مقارنة بـ ١,٣% للصناديق الاستثمارية)، وتضاف هذه القيمة أوتوماتيكياً لقيمة سهم المؤشر.

على سبيل المثال، إذا كان الشخص يود أن يستثمر في الأسهم الدولية (من باب تنويع الاستثمار) ويود تحقيق العائد نفسه الذي تحققه الأسهم الدولية بشكل عام (كما يسجله مؤشر مورجان ستانلي للأسهم الدولية)، فيستطيع الشخص شراء أسهم iShares ذات الرمز EFA تماماً كما يشتري أي سهم آخر. وبالطبع على المستثمر دفع عمولة الشراء والبيع كالمعتاد.

الجدول ١٥-٣: أسهم المؤشرات من نوع iShares.

سهم iShare	الوصف	الرمز
IShares S&P 500 index	مطابق لمؤشر [أس آند بي ٥٠٠]	IVV
IShares DJ U.S. Industrial index	مطابق لمؤشر [داو جونز] الصناعي	IYJ
IShares DJ U.S. Real Estaete index	مطابق لمؤشر [داو جونز] لشركات العقار	IYR
S&P Midcap 400 index	مطابق لمؤشر [أس آند بي] ٤٠٠ للشركات متوسطة الحجم	MDY
IShares NASDAQ Biotechnology index	مطابق لمؤشر [نازداك] للتكنولوجيا الحيوية	IBB
IShares Goldman Sachs Technology index	مطابق لمؤشر جولدمان ساكس للتكنولوجيا	IGM
IShares Goldman Sachs Networking index	مطابق لمؤشر جولدمان ساكس للشبكات	IGN
IShares Morgan Stanley Capital International index	مطابق لمؤشر جولدمان ساكس للأسهم الدولية	EFA
IShares Russell 2000 Index	مطابق لمؤشر رسل ٢٠٠٠ للشركات الصغيرة	IWM

أسهم إيصالات الإيداع لمؤشر [أس آند بي] (SPDRs)

هذه الطريقة المستحدثة من قبل السوق الأمريكي (Amex) تتيح للشخص الاستثمار في قطاع معين من القطاعات التسعة لمؤشر S&P 500، وتعرف هذه الأسهم الممثلة لكل قطاع بإيصالات الإيداع لمؤشر [أس آند بي ٥٠٠]، ((S&P Depository Receipts (SPRDs)). وهناك حالياً تسعة أنواع من الأسهم تمثل تسعة قطاعات وهي المبينة في الجدول ١٥-٤. لاحظ أن مجموع الشركات في القطاعات التسعة يساوي ٥٠٠ شركة، وهي الشركات الممثلة لمؤشر [أس آند بي ٥٠٠]. إذاً هذه الطريقة تتيح للمستثمر التركيز على قطاعات معينة داخل المؤشر وليس على جميع شركات المؤشر. فإذا كنت ترى أن أهم قطاعين في مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] هما قطاع الطاقة وقطاع الخدمات المالية، تستطيع شراء أسهم XLE وأسهم XLF، المبينة في الجدول.

الأسهم القابضة (Holders)

أخيراً نجد أن من أفضل الأدوات الاستثمارية الحديثة التي تقدم كذلك عن طريق السوق الأمريكي (Amex) ما يعرف بالأسهم القابضة (HOLding Company Depository ReceiptS)، وتختصر عادة بمسمى HOLDRS، وهي عبارة عن أسهم لمجموعات متعددة من الشركات يتم

تداولها من خلال السوق الأمريكي تماماً كبقية الأسهم. على سبيل المثال تستطيع أن تملك ١٠٠٠ سهم من أسهم HOLDRS لمجموعة من شركات التجارة الإلكترونية بشراء الأسهم القابضة ذات الرمز BHH، وبذلك يكون لديك ١٠٠٠ سهم من أسهم مجموعة تضم ١٦ شركة من أشهر شركات التجارة الإلكترونية.

الجدول ١٥-٤: أسهم SPDR للاستثمار في أي من قطاعات مؤشر S&P 500.

اسم سهم SPDR	الوصف	الرمز
Basic Industries	حوالي ٤٠ شركة من شركات الصناعات الأساسية كالحديد والورق والذهب والكيميائيات	XLB
Consumer Services	حوالي ٤٥ شركة من شركات الخدمات الطبية والمأكولات الجاهزة والسفر والترفيه والنشر	XLV
Consumer Staples	حوالي ٦٩ شركة من شركات الأدوية وأدوات التجميل والمشروبات والمنتجات الغذائية	XLP
Cyclical/Transportation	حوالي ٦٧ شركة من شركات الطيران وصناعة السيارات، شركات البناء، الأجهزة الكهربائية والمنزلية	XLY
Energy	حوالي ٢٨ شركة من شركات البترول ومنتجاته والغاز الطبيعي والخدمات الخاصة بها	XLE
Financial	حوالي ٧٢ شركة من شركات الخدمات المالية والبنوك	XLF
Industrial	حوالي ٤٣ شركة من شركات المنتجات الصناعية، تجهيزات البناء والمكائن الصناعية وحلول النظافة	XLI
Technology	حوالي ٩٧ شركة من شركات الصناعات العسكرية وأجهزة الاتصالات والكمبيوتر	XLK
Utilities	حوالي ٣٩ شركة من شركات الهاتف والكهرباء	XLU

هذه الأسهم لا تختلف من حيث الشكل عن بقية أسهم المؤشرات التي تحدثنا عنها، بل هي فقط طريقة للدخول في مجالات أخرى، وأحياناً أكثر تخصصاً، مما هو متوفر عن طريق المؤشرات المعروفة. على سبيل المثال، ماذا لو كنت فقط تريد الاستثمار في الشركات العاملة في مجال تطوير بنية الإنترنت، أو تلك العاملة في قطاع التجارة الإلكترونية؟ بهذه الحالة تجد أن الأسهم القابضة توفر هذه الإمكانية.

فكرة الأسهم القابضة تشبه إلى حد كبير الاستثمار في أسهم ADRS الدولية (كما سنرى لاحقاً)، ومشابهة لأسهم إيصالات الإيداع SPDRs حيث يقوم بنك مختص بإيداع عدد من الأسهم لديه لشركات معينة، ومن ثم يقوم بإصدار أسهم جديدة بناءً على تلك الأسهم. الفائدة الحقيقية من الأسهم القابضة هي أنها تتيح للمستثمر تنويع استثماراته بطريقة سهلة لا تتطلب جهداً كبيراً من قبله ولا تكلفة عالية. فبدلاً من شراء كمية من الأسهم من عدة شركات، يستطيع الشخص شراء عدد معين من الأسهم القابضة، ويعامل وكأن لديه أسهماً فعلية في كل من الشركات الممثلة في السهم القابض، فيحصل على الأرباح الموزعة والتقارير السنوية وحق التصويت، وهكذا.

من الأسهم المتوفرة حالياً عن طريق السوق الأمريكي ما هو مذكور في الجدول ١٥-٥.

الجدول ١٥-٥: بعض الأسهم القابضة المتداولة في السوق الأمريكي (Amex).

السهم القابض	الوصف	الرمز
Biotech HOLDRS	يغطي عدداً من أسهم شركات التكنولوجيا الحيوية	BBH
Broadband HOLDRS	يغطي عدداً من أسهم شركات الاتصال عالي السعة	BDH
B2B Internet HOLDRS	يغطي عدداً من أسهم شركات التجارة الإلكترونية بين الشركات	BHH
Internet HOLDRS	يغطي عدداً من أسهم شركات الإنترنت	HHH
Internet Infrastructure HOLDRS	يغطي عدداً من أسهم شركات البنية التحتية للإنترنت	IIH
Internet Architecture HOLDRS	يغطي عدداً من أسهم شركات أنظمة الإنترنت	IAH
Pharmaceutical HOLDRS	يغطي عدداً من أسهم شركات الأدوية	PPH
Regional Bank HOLDRS	يغطي عدداً من أسهم شركات البنوك الإقليمية	RKH
HOLDRS Semiconductor	يغطي عدداً من أسهم شركات صناعة أشباه الموصلات	SMH
Software HOLDRS	يغطي عدداً من أسهم شركات برامج الكمبيوتر	SWH
Telecom HOLDRS	يغطي عدداً من أسهم شركات الاتصالات	TTH
Utilities HOLDRS	يغطي عدداً من أسهم شركات الخدمات العامة (كهرباء، مياه، هاتف)	UTH
Wireless HOLDRS	يغطي عدداً من أسهم شركات الأنظمة اللاسلكية	WMH

المصدر: السوق الأمريكي

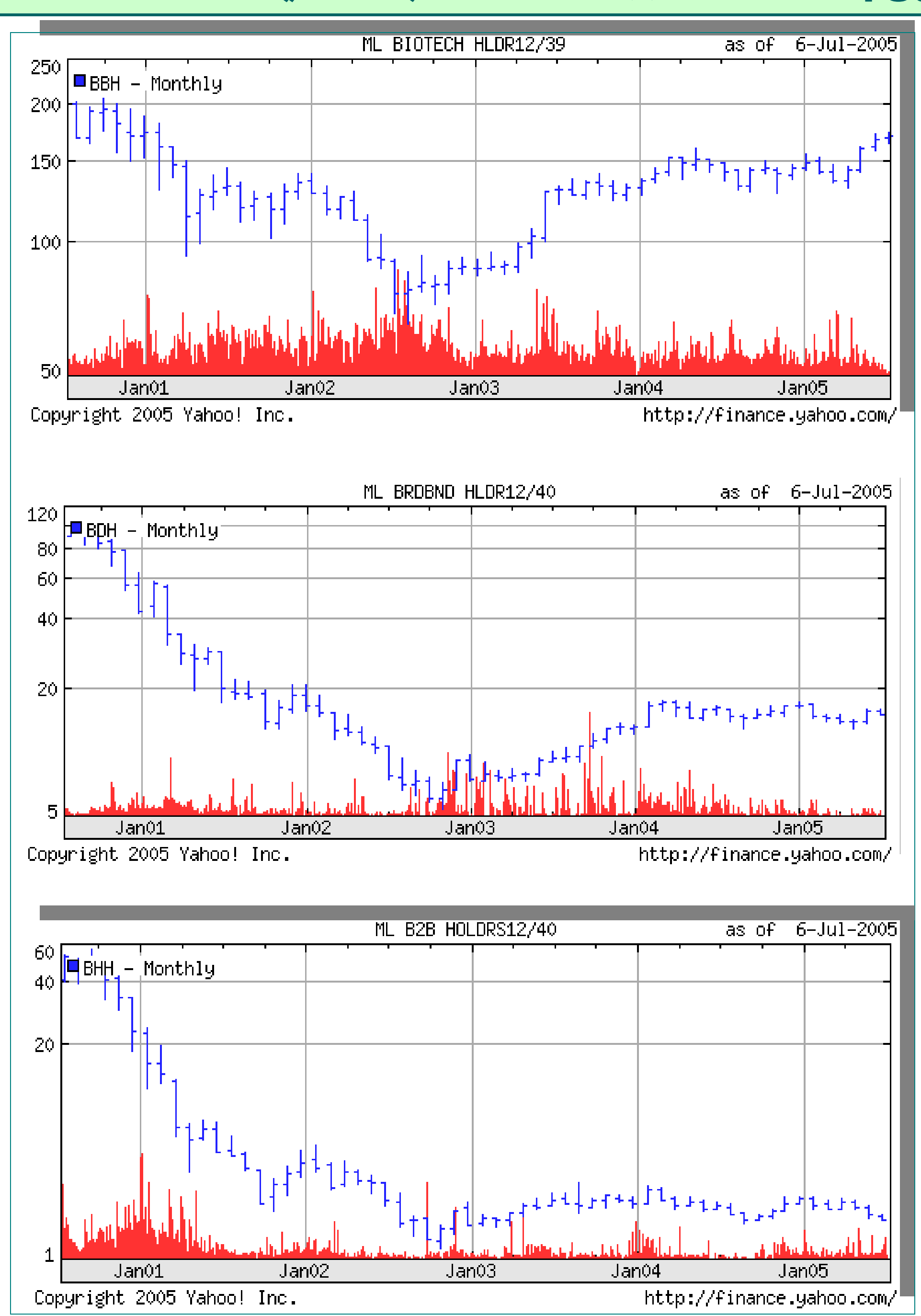
في جميع هذه الأسهم يجب أن يكون الشراء لمائة سهم على الأقل، وتنتهي جميع هذه الأسهم في نهاية عام ٢٠٤٠م، بمعنى أنه في ذلك الوقت يوقف تداول تلك الأسهم ويحصل من له أسهم فيها على قيمة البيع.

الفرق بين صناديق المؤشرات وأسهم المؤشرات

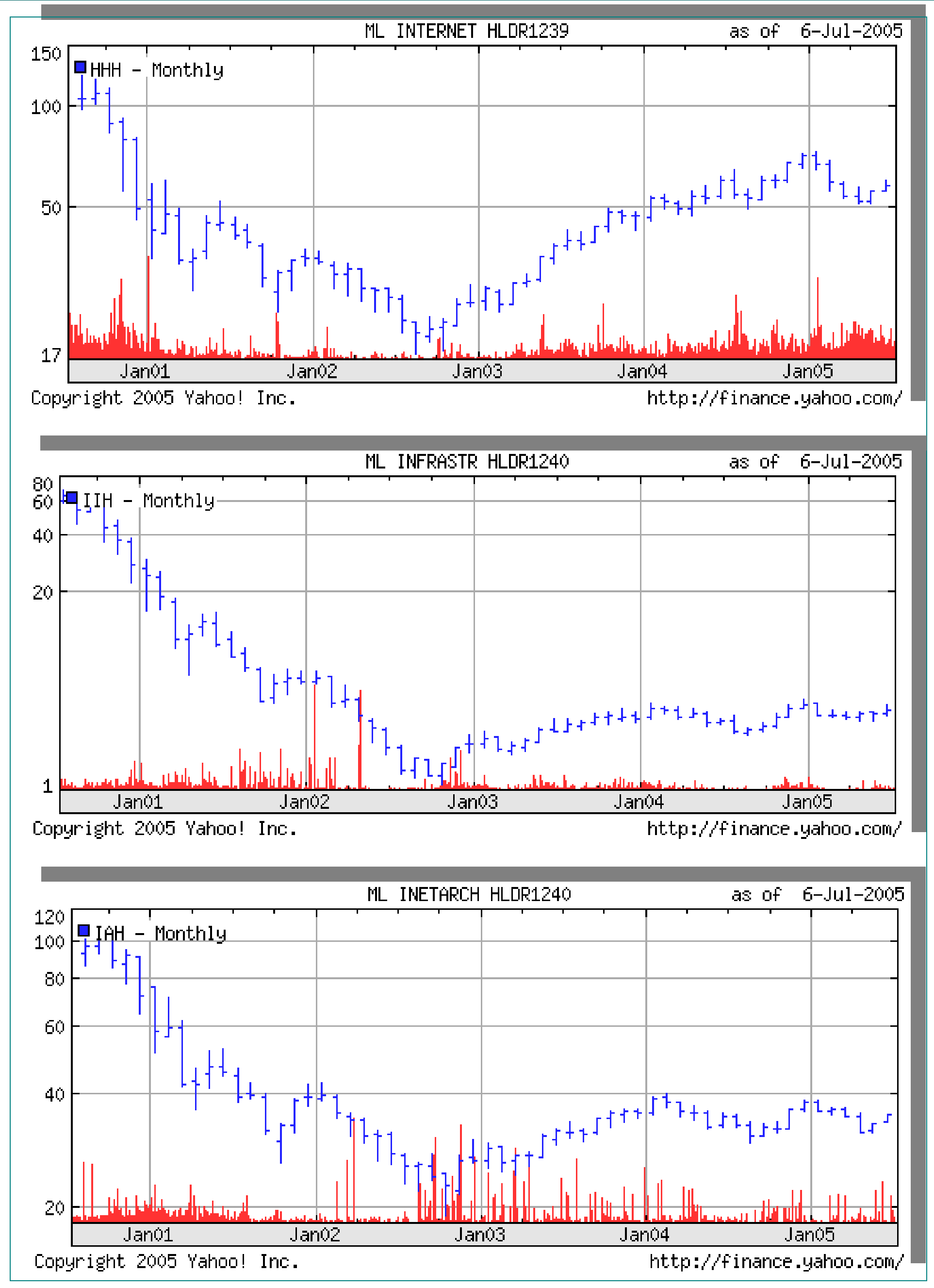
إذا كان بالإمكان الاستثمار في مؤشر [داو جونز]، على سبيل المثال، عن طريق صناديق الاستثمار، وكذلك عن طريق أسهم المؤشرات المسجلة في السوق الأمريكي، فأيهما أفضل؟ إن الفرق فيما بين الطريقتين يعود أولاً إلى تكلفة كل منهما، وثانياً إلى خصائص كل منهما. فعرفنا أن تكلفة إدارة أسهم المؤشرات تعتبر متدنية نوعاً ما، إلا أن بعض الصناديق الكبيرة، كصندوق Vanguard، يقدم تكلفة منافسة لتكلفة إدارة أسهم المؤشرات، بل ربما تكون أقل منها. كذلك ذكرنا بأن الكثير من صناديق الاستثمار لا تفرض تكلفة عمولة بالمقدم ولا بالمؤخر، فبهذه الحالة قد تكون صناديق الاستثمار أفضل من أسهم المؤشرات! ولكن تذكر أنه يمكنك عن طريق أسهم المؤشرات الشراء والبيع بيسر وسهولة وفي أي وقت من أوقات التداول، على عكس صناديق الاستثمار التي يتم البيع والشراء حسب قيمة NAV والذي يحسب في نهاية كل يوم. هناك كذلك إمكانية التداول في حساب الهامش والبيع المُسبق بالنسبة لأسهم المؤشرات. ولا ننسى مشكلة الضرائب الحاصلة في الصناديق الاستثمارية، والتي لا توجد في حالة أسهم المؤشرات، راجع الصفحة ٣٤١ حول مشكلة الضرائب في الصناديق الاستثمارية.

إلا أن أهم ميزة لصناديق الاستثمار هي كونها تتيح للمستثمر زيادة حصته الاستثمارية بطريقة أوتوماتيكية، بالسحب من حساب مصرفي في نهاية كل شهر، على سبيل المثال، وهو الشيء الذي لا يمكن إنجازه في أسهم المؤشرات مباشرة. كما أنك، بالطبع تدفع عمولة التداول التقليدية في كل مرة تبيع أسهم المؤشرات وتشتريها ، بينما في حالة صندوق الاستثمار لن تدفع أي شيء عند الشراء ولكن قد تدفع عند البيع، خصوصا إذا تم البيع خلال فترة قصيرة. وأخيراً، ربما يجد الشخص أن الصناديق الاستثمارية، بسبب كثرتها وتنوعها، فهي تتيح الاستثمار في مجالات عديدة ومتنوعة إلى درجة كبيرة، مما يمنحها مرونة في الاستجابة لمتطلبات المستثمر المختلفة.

في نهاية الأمر يجب على كل مستثمر دراسة كل طريقة على حدة، واختيار الأنسب له من حيث طبيعة تصرفاته الاستثمارية.



الشكل ١٥-١: أداء بعض الأسهم القابضة (Holders)، لفترة خمس سنوات حتى منتصف ٢٠٠٥م، ٢/١.



الشكل ١٥-٢: أداء بعض الأسهم القابضة (Holders)، لفترة خمس سنوات حتى منتصف ٢٠٠٥م، ٢/٢.

الاستثمار الإسلامي

لمعرفة صحة الاستثمار في الوسائل المالية المختلفة من حيث الصيغة الشرعية لها فهناك مصادر عديدة، نشير هنا إلى موقع فتاوى إسلامية (http://fatawa.al-islam.com) والذي يقدم العديد من الفتاوى من المصادر التالية:

- **مجمع الفقه الإسلامي، مجلس المجمع الفقهي لرابطة العالم الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي (الهند).**
- **المؤتمر الأول للمصرف الإسلامي - دبي ١٣٩٩هـ/١٩٧٩م، المؤتمر الثاني للمصرف الإسلامي - الكويت ١٤٠٣هـ/١٩٨٣م، المؤتمر الثالث للمصرف الإسلامي - دبي ١٤٠٦هـ/١٩٨٥م.**
- **فتاوى هيئة الرقابة الشرعية - بنك فيصل الإسلامي المصري، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، فتاوى هيئة الفتاوى والرقابة الشرعية - بنك دبي الإسلامي.**
- **البنك الإسلامي الأردني، هيئة الرقابة الشرعية لمصرف قطر الإسلامي، فتاوى هيئة الرقابة الشرعية - البنك الإسلامي السوداني، البنك الإسلامي لغرب السودان، فتاوى هيئة الرقابة الشرعية لبنك فيصل الإسلامي السوداني، بنك التنمية التعاوني الإسلامي السودان، المصرف الإسلامي الدولي للاستثمار والتنمية.**

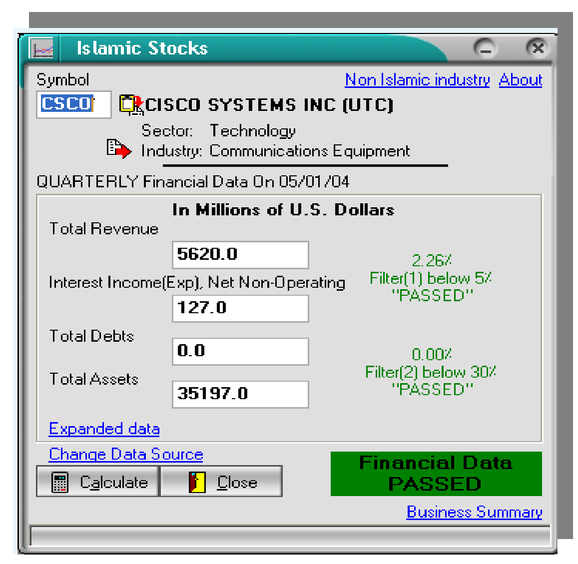
ولن نتطرق هنا إلى تفاصيل الفتاوى الواقعة في هذا المجال لكثرتها واختلاف الرأي في بعض منها، ولوجود مصادر أخرى يمكن الرجوع إليها عن طريق المكتبات المختصة والتي قد يكون من الأجدر البحث فيها للخروج بما يفيد ويعين على التعامل في هذه المجالات. إلا أن هناك الكثير ممن يتبع الطريقة المفتى بها من قبل الهيئة الشرعية لشركة الراجحي المصرفية، والتي تنطلق من باب عموم البلوى ورفع الحرج والحاجة العامة، وصلب هذه الفتوى أن الاستثمار جائز في أي شركة أغراضها وأنشطتها مباحة، ممن قد يطرأ في بعض تعاملاتها أمور محرمة، مثل تعاملها بالربا اقتراضاً أو إيداعاً، حسب الضوابط المالية التالية:

- **يجب أن يكون مجموع الديون مقسوما على مجموع الأصول أقل من ٢٥٪ (وكان ٣٠٪ في فتوى سابقة).**
- **لا يزيد الدخل من الفوائد الربوية، أو من أي نشاط فيه عناصر محرمة، مقسوما على إجمالي الإيرادات عن ٥٪. أي أن الشركة التي لا يشكل الربا لديها أكثر من ٥٪ من مبيعاتها يمكن اعتبارها شرعية.**

- وتم تعديل المسموح به من مجموع الديون الربوية في عام ٢٠٠٤م ليصل إلى ٣٠٪ من إجمالي القيمة السوقية للشركة (تحسب القيمة السوقية كمتوسط القيمة السوقية لكل فصل). فإذا كانت شركة قيمتها السوقية ١٠ بلايين دولار، فمن الممكن أن تصل قروضها الربوية إلى ٣ بلايين دولار، وتبقى الشركة شرعية (حسب هذه الفتوى)، ما لم تقل القيمة السوقية عن القيمة الدفترية.

وبالطبع يجب أن يكون نشاط الشركة شرعي، بحيث لا تتعامل بالخمور ولا القمار ولا المراقص الليلية وغيرها. وهناك فلتر صمم لغرض تحديد شرعية الأسهم (وليس نشاط الشركة) تجده هنا:

http://abohany.topcities.com/IslamicStock.htm



الشكل ١٥-٣: مثال لطريقة عمل الفلتر الإسلامي يشير إلى اجتياز شركة سيسكو اختبار مقدار الفائدة مقارنة بالمبيعات ومقدار القروض مقارنة بأصول الشركة.

الصناديق الاستثمارية "الإسلامية"[3]

ظهرت في السنوات الأخيرة صناديق استثمارية عديدة تستثمر بما يعرف بالاستثمار المقبول اجتماعياً (Socially Responsible Investing)، والتي نشأت نتيجة ميول بعض المستثمرين لتجنب الاستثمار في الشركات التي تعمل في مجالات قد لا تحترم قيم المستثمر ومعتقداته. فهناك

3 نظراً لاختلاف الرأي الإسلامي في مدى تماشي هذه الصناديق والأسهم التي تستثمر بها هذه الصناديق مع تعاليم الشريعة الإسلامية، فنضع كلمة "إسلامية" بين قوسين، تجنباً للجزم بكونها إسلامية.

من لا يود التعامل مع الشركات التي تعمل في مجال صناعة الأسلحة أو تلك التي تقوم بصناعة وسائل القمار والميسر، وهناك اليهودي الذي لا يود الاستثمار في شركات منتجات لحم الخنزير وغيرها. ثم هناك الملايين من المسلمين ممن يودون الاستثمار في الأسهم وغيرها، ولكنهم يودونها أن تتم بطريقة شرعية صحيحة بقدر الإمكان.

ونظراً لأن المستثمر في الصناديق الاستثمارية التقليدية لا يملك حق تحديد محتويات الصندوق من أسهم، فقد يجد نفسه في مأزق كبير، إما أن يستثمر بما يتنافى مع معتقداته أو لا يستثمر على الإطلاق. فما تقدمه تلك الصناديق المتخصصة هو التركيز على الشركات التي لها طابع معين لا يتنافى مع توجهات الصندوق. حتى أن هناك بعض الصناديق التي لا تستثمر في الشركات التي تسمح بالشذوذ الجنسي، أو تلك التي لا تحترم البيئة، وهكذا. وبالإمكان زيارة موقع منتدى الاستثمار الاجتماعي (http://www.socialinvest.org) والذي يوفر معلومات كثيرة عن هذا النوع من الاستثمار ويقدم قائمة بالصناديق التي تعمل في المجالات القبولة اجتماعياً.

الصناديق الموجهة للمسلمين

هناك العديد من الصناديق التي تُعنى بالجانب الإسلامي، والتي تحاول بقدر المستطاع ألا تشمل الشركات التي تتعامل بالمحرمات الإسلامية من بيع الخمور والتعامل بالربا كالبنوك وشركات التأمين، ووسائل القمار والميسر وغيرها، ولا تستثمر في السندات بجميع أشكالها نظراً لعنصر الربا الذي تعمل فيه. ويجب ألاّ يفهم من ذلك بأن الشركات التي تقوم هذه الصناديق بالاستثمار فيها هي شركات إسلامية أو أنها تعمل في دول إسلامية أو أن لها علاقة بالمسلمين بشكل أو آخر. بل كل ما يقوم به الصندوق هو انتقاء شركات معينة يتبين من خلال طبيعة عملها أنها لا تعمل في مجالات تتنافى مع الشريعة الإسلامية ولا تتعامل بطرق مالية غير شرعية. وتبقى مشكلة التعامل بالربا، حيث إن معظم الشركات تقوم بالاقتراض بين الحين والآخر من البنوك ومن الأفراد عن طريق بيع السندات وتدفع مقابل ذلك فوائد ربوية. بل إن جميع الشركات، كما رأينا عندما قمنا بتحليل القوائم المالية للشركات، تودع ما يتبقى لديها من مبالغ نقدية في استثمارات قصيرة الأجل من النوع الذي يدر فوائد ربوية. ولكن ما تقوم به هذه الصناديق هو تجنب الشركات التي تتعامل بالربا بشكل كبير، فتجد أن بعض هذه الصناديق تشترط ألاّ تزيد نسبة إجمالي المديونية إلى إجمالي الأصول عن ٣٣%، وألاّ تزيد نسبة الحسابات تحت التحصيل (Accounts Receivable) إلى الأصول عن ٤٥%، وقد يتبع بعضها فتوى شبيهة بفتوى الرقابة الشرعية في شركة الراجحي المصرفية.

ومن أكبر الصناديق "الإسلامية" المتوفرة حالياً في الولايات المتحدة هناك صناديق أمانا (Amana Mutual Funds)، والتي تدار من قبل شركة ساتورنا المالية ويشرف عليها مجلس

إدارة مكون من عدد من المسلمين المتخصصين في مجال الاستثمار. وهناك صناديق استثمارية إسلامية كثيرة متوفرة عن طريق البنوك المحلية في العديد من الدول العربية (راجع كذلك المعلومة الواردة في صفحة ٣٦١ عن صندوق IMANX).

ويجب ألاّ يفهم بأن الشركات "الإسلامية" هي شركات مختلفة عن غيرها أو أنها شركات غير معروفة، بل إن معظمها هي الشركات المعروفة مثل شركة لوسنت وشركة إنتل وشركة موتورولا وغيرها، ولن تجد البنوك بينها، ولن تجد شركة فيليب موريس للتبغ من ضمنها.

حالياً يوجد صندوقان من صناديق أمانا يمكن الاستثمار بهما بشكل مباشر بدون أي تكلفة للعمولة، لا بالمقدم (Front-end Load) ولا بالمؤخر (Back-end Load). الصندوق الأول يستثمر من أجل نمو رأس المال (Growth) والآخر يستثمر من أجل تحقيق دخل مستمر (Income)، بمعنى أن الصندوق الأول يركز على أسهم الشركات الصغيرة أو متوسطة الحجم التي من المتوقع أن تنمو بشكل كبير على المدى الطويل، بينما الصندوق الثاني يركز على الاستثمارات التي توزع أرباحاً على المستثمرين (Dividends) مع الاحتفاظ بشكل كبير برأس المال. يجب التفريق بين طبيعة هذين الاتجاهين، حيث إن هناك من لديه رأس مال لا يحتاجه حالياً، وبذلك فهو يريد أن يستثمره على المدى الطويل على أمل أن يتكون لديه رأس مال كبير في نهاية المدة. في هذه الحالة قد يستثمر الشخص في صندوق الاستثمار من أجل نمو رأس المال. وفي الحالة الثانية يكون الشخص متقدما نوعا ما في السن، ويرغب في أن يستفيد مما لديه من مال باستثماره بطريقة لا تكون فيها مخاطرة كبيرة على رأس المال نفسه (Principal) وتحقق دخلاً شهرياً أو نصف سنوي أو سنويا ينفق منه في حياته اليومية.

في كلا الصندوقين هناك تكلفة إدارة الصندوق، كما هو الحال في جميع الصناديق الاستثمارية، والتي تعتبر منخفضة نوعاً ما، حيث إنها حاليا تساوي ٠,٩٥% (أقل من ١% من رأس المال)، ولا يفرض الصندوق تكلفة تسويق ودعاية وإعلان مثل معظم الصناديق ولكنه يفرض نسبة ٠,٥٠% مقابل تكاليف أخرى. فإذا استثمرت مبلغ ١٠ آلاف دولار ونما الصندوق بنسبة ٥% سنوياً سوف تكون تكلفة العام الأول ١٥٤ دولاراً، وبحلول العام الثالث يكون إجمالي التكلفة قد بلغ ٤٨٧ دولار، وفي نهاية عشر سنوات تكون التكلفة الإجمالية مبلغ ١٩٤٣ دولاراً. وقد كانت نسبة العائد في صندوق نمو رأس المال في صناديق "أمانا" في عام ١٩٩٩م نسبة ٩٩%، وكان المعدل التراكمي السنوي للعائد منذ إنشاء الصندوق في عام ١٩٩٤م وحتى نهاية عام ١٩٩٩م نسبة ١٩,٣٦%. ذلك يعني أن من استثمر مبلغ ١٠ آلاف دولار في عام ١٩٩٤م قد نما رأس ماله بعد حوالي ٦ سنوات إلى حوالي ٢٩ ألف دولار (قبل خصم عمولة الصندوق)، ويعتبر ذلك نمواً متميزاً. ولقد كان أداء الصندوق في عام ٢٠٠١م سالب ١٤,٧٥%، وتراجع أداؤه للعشر سنوات المنتهية في منتصف ٢٠٠٥م إلى حوالي ١٠%، ويكون بذلك شبيهاً بأداء مؤشر [أس آند بي ٥٠٠].

مؤشرات [داو جونز] الإسلامية

ما الفكرة من إيجاد مؤشر للأسهم "الإسلامية"، وهل هناك حاجة لمثل هذا المؤشر؟ إن فكرة إيجاد هذا المؤشر هي فكرة وجود جميع المؤشرات، أي لإيجاد رقم واحد عن طريقه يمكن معرفة الأداء العام للاستثمارات التي يغطيها المؤشر. فبعد انتشار الصناديق "الإسلامية" وزيادة رغبة المستثمرين المسلمين بمتابعة الشركات العاملة في مجالات تتماشى مع الشريعة الإسلامية، ظهرت هناك حاجة لإنشاء مؤشر معين عن طريقه يمكن للمستثمر معرفة أداء هذه الشركات. فعند مقارنة أداء صندوق "إسلامي" بصندوق "إسلامي" آخر يكون من الأولى مقارنة أداء كل صندوق بأداء الأسهم "الإسلامية" عامة، بدلاً من مقارنتها بجميع الأسهم التي ليس عليها قيود من حيث المجالات التي تستثمر فيها. كذلك عندما يريد مستثمر يتخذ المنهج الإسلامي في استثماره معرفة جودة استثماره في الأسهم فقد يقارن أداءه بأداء المؤشر "الإسلامي".

لهذا الهدف تم إنشاء مؤشرات [داو جونز] للسوق الإسلامي، والتي تغطي مجالات عديدة منها ما يتضح في الجدول ١٥-٦. تجد، على سبيل المثال، أن مؤشر [داو جونز] للسوق الإسلامي (المملكة المتحدة) يغطي فقط الشركات العاملة في المملكة المتحدة، وبذلك يكون مناسبا لمن يستثمر فقط في المملكة المتحدة. وبالإمكان معرفة قيمة هذه المؤشرات في أي وقت بإدخال الرمز الخاص بالمؤشر وإضافة علامة "^" قبل الرمز. في موقع [ياهو] مثلا يدخل رمز مؤشر [داو جونز] للسوق الإسلامي الخاص بالتكنولوجيا (IMTEC) بالشكل التالي: ^IMTEC.

الجدول ١٥-٦: مؤشرات [داو جونز] "الإسلامية".

اسم المؤشر	رمزه
مؤشر [داو جونز] للسوق الإسلامي (عالمي)	DJIM
مؤشر [داو جونز] للسوق الإسلامي(السيولة العالية)	IMXL
مؤشر [داو جونز] لسوق التكنولوجيا الإسلامي	IMTEC
مؤشر [داو جونز] للسوق الإسلامي(أمريكا)	IMUS
مؤشر [داو جونز] للسوق الإسلامي (كندا)	IMCAN
مؤشر [داو جونز] للسوق الإسلامي (المملكة المتحدة)	IMUK
مؤشر [داو جونز] للسوق الإسلامي (آسيا)	IMAP
مؤشر [داو جونز] للسوق الإسلامي (أوروبا)	IMEU

المصدر: شركة [داو جونز]

حالياً لا توجد صناديق تستثمر في هذه المؤشرات، ولكن قد تتوفر في المستقبل نظراً لازدياد شعبية صناديق المؤشرات.

معلومة

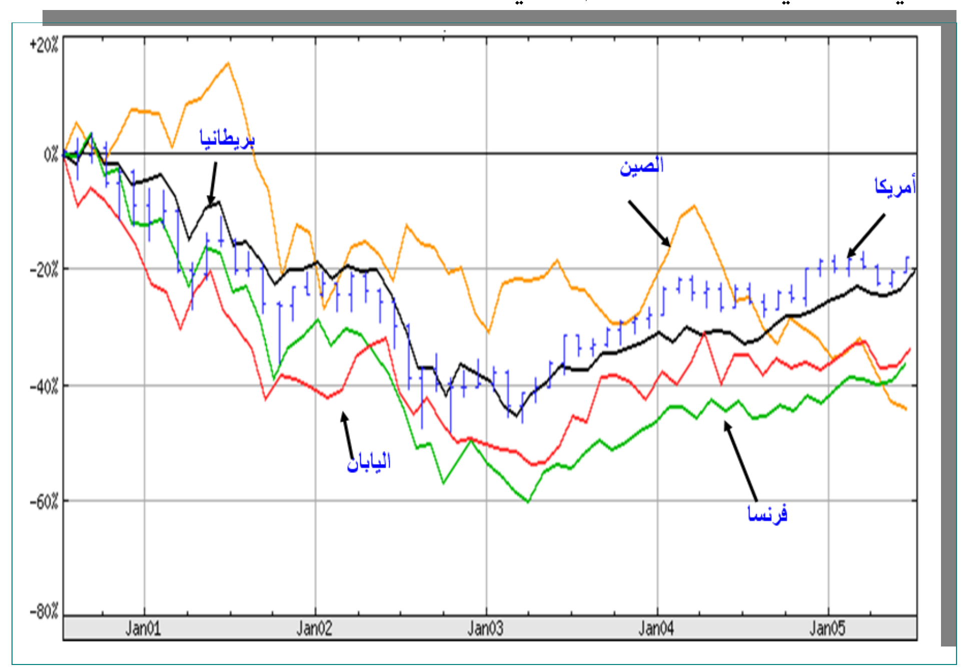
يوجد صندوق استثماري يسعى لأن يكون أداؤه مطابقاً لأداء مؤشر [داو جونز] للسوق الإسلامي، ورمزه IMANX، وتكلفة العمولة فيه تساوي ١,٤٧٪، وأقل مبلغ للدخول فيه ٥٠٠ دولار، وسعره في منتصف عام ٢٠٠٥م كان حوالي ٧ دولارات للحصة الواحدة. إلا أن الأداء كان أقل بكثير من أداء مؤشر [داو جونز] العادي (ومطابق بالطبع لمؤشر [داو جونز] للسوق الإسلامي)، حيث كان أداءه للخمس سنوات المنتهية في منتصف عام ٢٠٠٥م ناقصاً حوالي ٣٠٪، بينما أداء [داو جونز] العادي كان ناقصاً حوالي ١٠٪.

الاستثمار في الأسهم الدولية

كما نعلم فإن الخطورة من شراء أي سهم تنقسم إلى قسمين رئيسيين. هناك المخاطرة الخاصة بالشركة نفسها ويعود إلى احتمال تراجع أداء الشركة أو حتى إفلاسها، أو ظهور منافسين أقوياء لمنتجاتها، وهكذا، ويطلق على هذا النوع من المخاطرة Company-specific Risk. وهناك المخاطرة الناتجة عن الاستثمار في السوق ككل، وذلك بسبب تغير الوضع الاقتصادي، مخاطر الحروب، وغيرها. وذكرنا أن المستثمر يستطيع أن يقلص من المخاطرة الخاصة بالشركة عن طريق تكوين محفظة استثمارية تحتوي على عدد من الأسهم لشركات مختلفة، ولكن هذا التوجه لا يحمي المستثمر من مخاطر السوق، حيث نعلم أنه عندما تسوء الحالة الاقتصادية في بلد ما فإن أداء الأسهم بشكل عام يتأثر سلبياً نتيجة الوضع الاقتصادي للبلد. وبالرغم من أن السوق الأمريكي يعادل حوالي ٤٧٪ من حجم سوق الأسهم العالمي، ويليه السوق الأوروبي بنسبة ٣٠٪، والسوق الآسيوي بنسبة ١٦٪، وبقية الأسواق الأخرى بنسبة ٧٪، إلا أنه من الضروري لمن لا يود أن يخاطر بأي شكل من الأشكال في السوق الأمريكي أن يخصص جزءاً من محفظته الاستثمارية للأسهم الدولية. السبب الآخر للاستثمار دولياً يعود إلى الأداء الجيد لبعض الدول في بعض السنوات واختلافها عن دول أخرى. على سبيل المثال، كان الأداء في دول الخليج العربي وفي دولة مصر في السنوات الخمس الماضية (٢٠٠٠م إلى ٢٠٠٥م) أعلى بكثير من بقية دول العالم، وهذه التغيرات تحدث باستمرار. راجع الشكل ١٥-٤ لمعرفة أداء بعض الأسواق الدولية حتى منتصف عام ٢٠٠٥م.

لهذا السبب يفضل المستثمرون المحترفون أن تكون لديهم محافظ استثمارية دولية، لتجنب الاعتماد على دولة واحدة. وأسهل طريقة للاستثمار دولياً تتم عن طريق الصناديق الاستثمارية الدولية (International Mutual Funds)، والتي تأتي بعدة أشكال وألوان، منها من يركز على دولة

معينة، أو على منطقة جغرافية واحدة، أو على جميع الدول الأجنبية عدا أمريكا، ويطلق على هذا النوع من الصناديق International Funds، لتفريقها عن الصناديق العالمية (Global Funds) والتي تستثمر في عدد من دول العالم بما في ذلك الولايات المتحدة.



الشكل ١٥-٤: أداء بعض المؤشرات الدولية لفترة خمس سنوات، من ٢٠٠٠/٦م حتى ٢٠٠٥/٦م.

ويجب الانتباه إلى أن الاستثمار في الأسهم الدولية يحتوي على المخاطر نفسها الموجودة في الأسهم الأمريكية من حيث خطورة الشركات وخطورة الاقتصاد المحلي، إلا أنه علاوة على ذلك هناك مخاطر أخرى خاصة بالأسهم الدولية. من تلك المخاطر نجد خطورة سعر الصرف لعملة الدولة، حيث على المستثمر عند شراء السهم الدولي الدفع بالعملة المحلية، وكذلك عند البيع فإنه يقبض بالعملة المحلية. وبذلك فهو معرض لتقلبات سعر الصرف، والتي أحياناً قد تكون حادة جداً، خصوصاً إذا قامت دولة ما بتخفيض قيمة عملتها المحلية (Devaluation). علاوة على ذلك هناك الخطورة الناتجة عن ضعف السيولة في بعض الأسواق الدولية مما قد يجعل عملية التداول أصعب بكثير مما هي عليه في الولايات المتحدة. وهناك المخاطر المتعلقة بالاضطرابات السياسية في بعض الدول، وهناك تكلفة التداول التي عادة تكون أعلى منها في الولايات المتحدة.

وبإمكان المستثمر اختيار أي من الصناديق الدولية المتوفرة عن طريق معظم كبار شركات الصناديق الاستثمارية، مثل Smith Barney ,Fidelity, Vanguard, Morgan Stanley، وغيرها.

وبالإمكان الاستثمار في أسهم المؤشرات الدولية، راجع الصفحة ٣٥٠، أو تداولها عن طريق البنوك المحلية.

الاستثمار في إيصالات الإيداع الأمريكية (ADRs)

بدلاً من شراء الأسهم الدولية مباشرة من الأسواق الدولية، أو شراء صناديق استثمارية دولية، يستطيع المستثمر شراء بعض الأسهم الدولية التي يتم تداولها في الأسواق الأمريكية وتعرف بأسهم ADRs. الطريقة التي تعمل بها أسهم إيصالات الإيداع هي أن يقوم بنك أمريكي بإيداع عدد كبير من أسهم الشركة الأجنبية لديه، ومن ثم يقوم بإصدار شهادات أسهم مقابل تلك الأسهم الدولية. وبهذا يحصل المستثمر في الأسواق الأمريكية على أسهم دولية مباشرة من الأسواق الأمريكية، ويتم التداول بها بالدولار الأمريكي، وكذلك توزع أرباحها بالدولار. وقد تكون أهم فائدة هي أن المستثمر يستطيع الحصول على أسعار ومعلومات عن تلك الأسهم الدولية كما هو الحال مع الأسهم الأمريكية.

يتم تداول الأسهم الدولية في الأسواق الأمريكية لأكثر من ١٥٠٠ شركة لنحو ٥٠ دولة أجنبية، بما في ذلك أسهم لشركات مصرية ولبنانية وتركية.

الاستثمار في العقار

هناك الكثير ممن يحبذ التعامل في العقارات (Real Estate)، كشراء الأراضي والبنايات وتأجيرها وصيانتها، إلى جانب بناء المنشآت التجارية المختلفة وبيعها وتأجيرها وإدارتها، ويعود ذلك إلى تعود الناس على هذا النوع من الاستثمار، حيث إنه من أقدم أنواع الاستثمار على الإطلاق. لذا قد يتساءل البعض عن إمكانية الاستثمار في العقارات الأمريكية، وهل ذلك ممكناً؟

إن باستطاعة المستثمر الأجنبي البيع والشراء في العقارات الأمريكية مباشرة بالذهاب إلى الولايات المتحدة والبحث عن أي عقار مناسب ودفع قيمته كاملة أو الاقتراض من أحد البنوك المختصة، وامتلاك العقار بشكل كامل، تماماً كما يحدث في بلده. إلا أن مستثمر اليوم بما يتطلبه من سهولة في نقل رأس ماله من مكان إلى آخر والبحث عن أفضل الفرص الاستثمارية في أي مكان، فإنه لا يود البحث بنفسه عن قطعة أرض أو مبنى في مكان معين، ولا يحتاج إلى إدارة العقار بنفسه وإنجاز معاملاته المالية والقانونية.

علاوة على ذلك فهو يبحث عن المرونة في البيع والشراء والذي بلا شك ليس من سمات الاستثمار في العقار، نظراً لضعف السيولة فيه[٤].

هنا قد يجد المستثمر أن الاستثمار عن طريق أسهم شركات العقار، المعروفة باسم (Real-Estate Investment Trusts) ويرمز لها بالاختصار REIT، وتنطق "ريت" بكسر الراء، بأفضل الطرق للاستثمار في العقار وتنويع استثمارات الفرد، حيث يوجد ما يزيد عن ٣٠٠ شركة مسجلة في أسواق الأسهم، أغلبها في سوق نيويورك. يمكنك البحث عن هذه الأسهم على موقع [ياهو] (http://biz.yahoo.com/r)، ومنه توجه إلى الرابط Sector/Industry Analysis، ومن ثم تجد أسهم الـ REIT من ضمن القطاع المالي. ومن مزايا الاستثمار في أسهم "ريت" ما يلي:

١. **يتم الاستثمار في سوق العقار بيسر وسهولة وبأقل جهد من قبل المستثمر.**
٢. **إمكانية امتلاك أصناف عديدة من العقار برأس مال قليل، ويستطيع الشخص الاستثمار في شركات متخصصة فقط في الشقق السكنية، أو الفنادق، أو المستشفيات، أو المنشآت الصناعية، وغيرها.**
٣. **يعتبر الاستثمار في العقار من أفضل الاستثمارات للحماية ضد تضخم الأسعار، كما يعتبر العائد المتحقق خلال بعض السنوات الماضية بأفضل من العائد على الأسهم، خصوصاً في عام ٢٠٠٥م حيث تجاوز العائد في بعض شركات العقار ٤ أو ٥ أضعاف رأس المال خلال خمس سنوات.**
٤. **يجبر النظام شركات "ريت" على توزيع ما لا يقل عن ٩٥% من الأرباح لحملة الأسهم، مما ينتج عنه عائد أرباح مرتفع (Dividend Yield).**
٥. **تقدم شركات "ريت" مزايا ضريبية حيث إنها كشركات لا تقوم بدفع ضرائب على أرباحها كبقية الشركات، مما يعني حصول المستثمر الأمريكي والأجنبي على أرباح أعلى مما لو كان على هذه الشركات دفع ضرائب.**

ظهرت أخيراً صناديق استثمارية تختص في أسهم REIT مما يحد من المخاطرة في شراء شركة واحدة، حيث كانت هناك حالات إفلاس لبعض الشركات في السنوات الأخيرة.

---

4 إن من حاول بيع قطعة أرض أو مبنى، أو حاول البحث عن مستأجر لعقار يملكه، يعرف تماماً مدى الصعوبة في ذلك. قارن ذلك بسهولة تداول الأسهم والسندات وغيرها من الوسائل التي تطرقنا لها في هذا الكتاب.

الاستثمار عن طريق البنوك المحلية

إن من الممكن شراء صناديق استثمارية تتعامل في الأسهم الدولية عن طريق البنوك المحلية في بعض البلدان العربية، والتي تقدم أنواعاً كثيرة من الصناديق بالعملة المحلية، وتعمل هذه الصناديق بالطريقة نفسها التي تعمل بها الصناديق الاستثمارية التي تطرقنا لها هنا. كما أن بعض البنوك يتيح تداول هذه الصناديق عبر الإنترنت.

الخلاصة

في هذا الفصل من الكتاب تحدثنا عن واحدة من أهم الوسائل الاستثمارية المتاحة للمستثمر، وهي الصناديق الاستثمارية، والتي من الواجب على المستثمر معرفتها. بل من الواجب على المستثمر ومن منطلق تنويع الاستثمارات تخصيص جزء من رأس ماله للاستثمار في هذه الصناديق، أو أحد أشكالها المختلفة. وتبقى المشكلة في كيفية اختيار الصندوق المناسب، والتي تطرقنا لها أولاً بالتعريف بطبيعة الصناديق الاستثمارية، ومن ثم كيفية اختيارها وأماكن توفر المعلومات عنها على الإنترنت. ورأينا كيف أن بعض الصناديق قد حقق أداءً رائعاً جداً خلال فترة خمس سنوات متواصلة، لذا فإن البحث عن الصندوق المناسب والإدارة المتميزة له فائدة كبيرة لمن يريد أن يستثمر جزءاً من رأس ماله على المدى الطويل وبأقل جهد من قبله.

يجب التأكد من فهم الفرق بين الوسائل الاستثمارية المختلفة التي تم التطرق لها هنا، وهي إلى جانب الصناديق الاستثمارية التقليدية، صناديق المؤشرات، وهي الصناديق المتخصصة بتغطية مؤشر معين. وهناك أسهم المؤشرات وهي أسهم عادية تغطي واحداً من المؤشرات، وتكون بذلك أسهل للبيع والشراء من صناديق المؤشرات. كذلك تحدثنا عن الأسهم القابضة والأسهم الدولية، وتطرقنا للاستثمار في الأسهم بطريقة أقرب للشريعة الإسلامية من الاستثمار العام في الأسهم، وذكرنا أن هذه الأسهم يتم اختيارها من قبل إدارة إشرافية إسلامية تركز على طبيعة عمل الشركة ومركزها المالي. ذكرنا كذلك أن الهدف من المؤشرات الإسلامية يعود للحاجة لمقارنة أداء المحافظ الإسلامية بأداء تلك المؤشرات، بدلاً من مقارنتها بأداء المؤشرات العامة. وأخيراً تم عرض نتائج أداء عدد من المؤشرات الدولية ومقارنتها مع مؤشر [داو جونز] الأمريكي.

الفصل السادس عشر

عقود الخيار

في هذا الفصل

- ما الفائدة من تداول عقود الخيار؟
- كيف تعمل عقود الخيار؟ وممّ يتكون عقد الخيار؟
- ما الفرق بين عقد الشراء وعقد البيع؟
- كيف يتم تداول عقود الخيار والحصول على أسعارها عن طريق الإنترنت؟
- ما هي العقود طويلة الأجل؟ وكيف تختلف عن العقود العادية؟
- ما هي أفضل الطرق للاستفادة من عقود الخيار؟ وهل هناك استراتيجيات بسيطة وآمنة؟
- أين يستطيع المستثمر الحصول على معلومات عن عقود الخيار عن طريق الإنترنت؟

هناك ما يعرف بعقود خيار الأسهم (Stock Options)، وهي عبارة عن عقود مالية بين البائع والمشتري، تتيح للمشتري دفع مبلغ معين من المال مقابل إتاحة الفرصة لمضاعفة هذا المال خلال فترة من الزمن، في الغالب تكون قصيرة. لذا فإن عقود خيار الأسهم تقدم خاصية الرفع المالي (Leverage) للمستثمر، حيث بالإمكان تحقيق عائد عالٍ جداً من خلال مبلغ قليل من المال، الشيء نفسه الذي تحققه الرافعة الميكانيكية لحمولة ثقيلة، أو العجلة للمركبة، وهكذا.

لن نتحدث هنا عن الأنواع الأخرى لعقود الخيار، والتي تقوم على بيع عقود الخيار وشرائها في مجالات عديدة، منها على سبيل المثال عقود خيار السلع الآجلة (Futures)، راجع الصفحة ٤٢٢. فبدلاً من شراء عقد آجل خاص بفضة أو ذهب أو بترول أو عصير برتقال، يقوم المستثمر بشراء عقد خيار على تلك السلع. بل إن هناك مجالات أخرى عديدة، منها عقود خيار أذونات الخزينة الأمريكية (Treasury Bills) والعملات الدولية، ومؤشرات الأسهم (Stock Indices)، كمؤشر

[أس آند بي ٥٠٠]، ومؤشر شركات مبيعات التجزئة (Retail Index)، وغيرها من المؤشرات العديدة، التي يمكن تداول عقود الخيار على أساسها.

أولاً وقبل الدخول في تفاصيل هذه العمليات نقدم مختصراً سريعاً لكيفية الاستفادة من وسيلة الاستثمار هذه، ومن ثم نقوم بشرح خصائصها بشكل مفصل لمن يريد أن يتعامل معها بشكل جدي.

لنفرض أنك نظرت حواليك فوجدت أن سعر شركة آي بي أم (IBM) حالياً يساوي ١٠٠ دولار، ولكنك تعتقد بأن السعر سوف يصل إلى ١٥٠ دولاراً خلال الأشهر الثلاثة القادمة، ربما نتيجة معرفتك الجيدة بالشركة وما قمت به من تحليل لوضعها الحالي. عندها قد تقرر شراء ألف سهم بمبلغ إجمالي قدره ١٠٠ ألف دولار، وتنتظر حتى يصل السعر إلى ١٥٠ دولاراً لتبيع الأسهم وتحقق عائداً يساوي ٥٠%. ولكن لو لم يكن لديك ١٠٠ ألف دولار، أو أنك لا تود المخاطرة بهذا المبلغ الكبير، فقد تلجأ لعقود الخيار وتستفيد من خاصية الرفع المالي فيها. كيف؟

تستطيع (على سبيل المثال) عن طريق الوسيط أن تطلب شراء ما يعادل ١٠٠٠ سهم من IBM عن طريق عقود الخيار، بحيث تقوم بدفع مبلغ ٢٠٠٠ دولار وتحصل على أحقية شراء ١٠٠٠ سهم خلال الأشهر الثلاثة القادمة بسعر ١٣٠ دولاراً. فإذا وصل سعر السهم إلى ١٥٠ دولاراً كما تتوقع تكون قيمة عقود الخيار التي اشتريتها تساوي على الأقل ٢٠ ألف دولار (١٥٠,٠٠٠ - ١٣٠,٠٠٠ = ٢٠,٠٠٠ دولار)! أي تكون قد حققت عائداً يساوي ٩٠٠%، وذلك أفضل بكثير من عائد قدره ٥٠% بالطريقة التقليدية. ولكن كما علمنا سابقاً بأن هناك علاقة قوية بين مقدار المخاطرة والعائد، حيث ذكرنا أنه لكي نزيد من احتمال تحقيق العائد علينا أن نزيد من حدة المخاطرة. ولكن أين المخاطرة في هذه الحالة؟ هي بالطبع تعود إلى إمكانية خسارتك لكامل المبلغ الذي اشتريت فيه العقود (٢٠٠٠ دولار).

فكرة عقود الخيار

ربما يكون التشبيه التالي أفضل طريقة لفهم عقود الخيار. لنفرض أن لدى صديق لك قطعة أرض تساوي قيمتها الحالية ١٠٠ ألف دولار. فقد تقوم أنت وصديقك بالدخول في عملية عقد خيار على الأرض بحيث تدفع له فوراً مبلغ ٥٠٠٠ دولار نقداً وتحصل على حق شراء أرضه خلال عام من الزمان بمبلغ ١١٠ آلاف دولار. أي أنه خلال عام من الآن تستطيع أن تدفع ١١٠ آلاف دولار لصديقك ويتخلى عن الأرض لصالحك، متى ما أردت ذلك. هنا يجب التأكيد على أن لك حق شراء الأرض، ولست مجبراً على القيام بذلك، ولكن زميلك ملزم ببيعك الأرض إن قررت شراءها.

دعنا نفكر في ذلك قليلاً لنرى إن كانت تلك الصفقة مجدية أم لا. أولاً، هل ما قمت به أنت مجد أم لا؟ لماذا تدفع مبلغ ١١٠ آلاف دولار، إضافة إلى ٥٠٠٠ دولار مقدماً لتشتري أرضاً قيمتها ١٠٠ ألف دولار؟ يبدو من ذلك أن صديقك هو الرابح في هذه العملية! ماذا لو أن سعر الأرض قبل انتهاء العام أصبح يساوي ١٤٠ ألف دولار؟ عندها سوف تقوم بشرائها من صديقك بمبلغ ١١٠ آلاف دولار وتقوم ببيعها بمبلغ ١٤٠ ألف دولار، وتربح ٣٠ ألف دولار ناقص ٥٠٠٠ دولار التي دفعتها سابقاً، وبذلك تكون قد حققت ربحاً قدره ٢٥ ألف دولار، أو عائداً يساوي ٥٠٠% (خمسة أضعاف المبلغ المستثمر)! هنا يبدو أنك الرابح من هذه العملية، فمن الرابح؟ أهو أنت أم صديقك؟

لكي نعرف الرابح من الخاسر في مثل هذه العمليات، يجب أن نتذكر أنه في أية وسيلة استثمارية لا يمكن لنا معرفة الكاسب من الخاسر مسبقاً وبشكل قاطع، وإلا لما قام أحد بالاستثمار بماله. إن الشيء الذي يحدد الربح من الخسارة في أي سوق مالية هو عامل الوقت واختلاف الرأي بين المتعاملين في السوق. عندما تقوم بشراء أسهم شركة فإنك تقوم بذلك لأنك تعتقد أنه بعد مضي فترة من الزمن سوف يرتفع سعر السهم بمقدار مناسب، وهو الشيء الذي لا يعتقده من باعك الأسهم بطبيعة الحال! في حالة مثال عقد الأرض نجد أنك استطعت أن تحقق عائداً يساوي ٥٠٠% خلال تسعة أشهر، وفي أسوأ الحالات، عندما يهبط سعر الأرض إلى أقل من ١١٠ آلاف دولار، فإنك تخسر ما دفعته مقدماً فقط، أي مبلغ ٥٠٠٠ دولار (لأنك غير مجبر على شراء الأرض).

لاحظ أنك لن تقوم بشراء الأرض إلا إذا ارتفع سعرها عن ١١٠ آلاف دولار، ولكي تحقق أي عائد فوق ما تم دفعه يجب أن يرتفع سعر الأرض إلى ما فوق ١١٥ ألفاً، لماذا؟ لأنك قمت بدفع مبلغ ٥٠٠٠ دولار مقدماً وعليك أن تستعيد هذا المبلغ أولاً. وبالنسبة لصديقك، فإن أعلى ما يحققه من ربح خلال فترة العقد هو مبلغ ١٥ ألف دولار، عندما يبيعك الأرض بمبلغ ١١٠ آلاف دولار زائد ٥٠٠٠ دولار التي حصل عليها مقدماً، مقابل أرض قيمتها كانت ١٠٠ ألف دولار.

هل هناك أي نوع من الخسارة المحتملة على صديقك؟ حيث يبدو أنه في نهاية المطاف إما أنه يحتفظ بأرضه (الشيء الذي قد يريد حدوثه بأي حال من الأحوال)، ويكسب علاوة على ذلك مبلغ ٥٠٠٠ دولار، أو أن يبيع أرضه بسعر يبدو أنه جيداً (١١٥ ألف دولار)! في الواقع إن صديقك معرض للخسارة مثل ما أنت معرض للخسارة، وهذا شيء طبيعي حيث لا توجد وسيلة استثمارية ليس فيها إمكانية الخسارة. كيف يمكن أن يخسر صديقك؟ إنه معرض لنوعين من المخاطرة، الأول يحدث عندما تنخفض قيمة الأرض بشكل كبير، حيث عليه أن يحتفظ بالأرض بالرغم من هبوط سعرها الحاد، التزاما بالعقد الذي بينك وبينه. وثاني نوع من المخاطرة هو ما يعرف بضياع الفرصة (Opportunity Cost) والتي تنتج عندما يرتفع سعر الأرض بشكل كبير جداً ولا يستطيع أن يبيعها بسبب العقد الذي بينك وبينه، أي أنه يخسر فرصة الاستفادة من ارتفاع السعر.

مثل هذه العلاقة بين الربح والخسارة والمخاطرة تنطبق تماماً على من يتداول عقود الخيار بجميع أنواعها.

خصائص عقد الخيار

هناك عدة خصائص لعقد الخيار يجب فهمها بشكل صحيح قبل الدخول في تفاصيل كيفية عمل عقود الخيار وطرق الاستفادة منها.

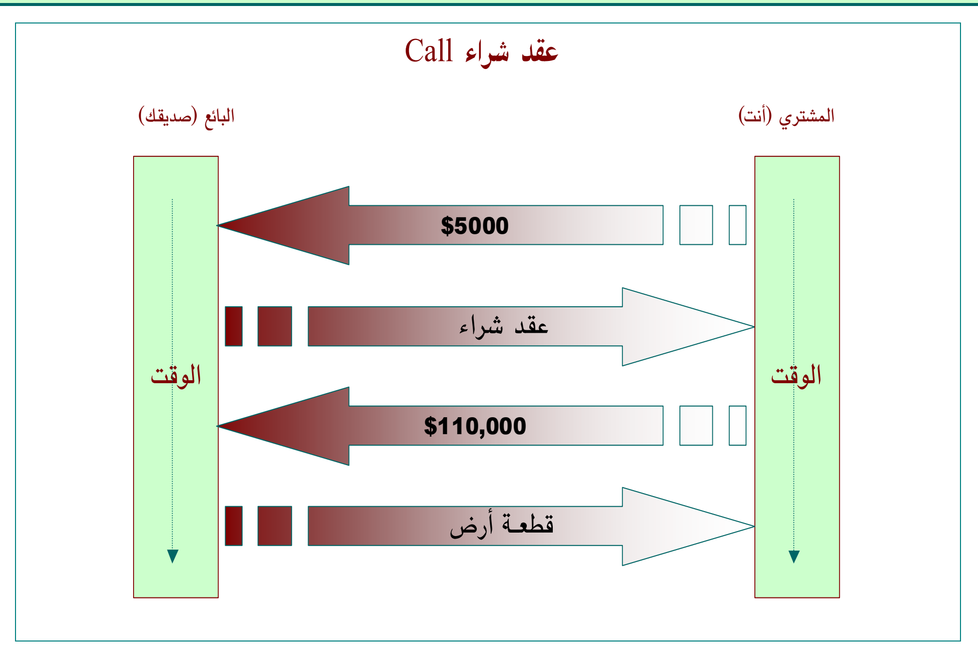
أماكن تداول عقود الخيار

يتم تداول عقود الخيار في عدة أسواق، أشهرها سوق شيكاغو لعقود الخيار (Chicago Board Options Exchange) المعروف بسوق CBOE، إضافة إلى سوق فيلادلفيا والسوق الأمريكي، وسوق نيويورك لعقود الخيار والمؤشرات، والسوق الباسيفيكي. بالنسبة للمستثمر العادي، فإن مكان التداول لا يعنيه كثيراً، حيث يقوم بطلب البيع أو الشراء ويقوم الوسيط بتنفيذ الطلب في واحد من هذه الأسواق، حيث من المفترض أن يحصل المستثمر على أفضل سعر من بين الأسعار المتوفرة في هذه الأسواق. إلا أن هناك بعض المحترفين الذين يفضلون تحديد مكان التداول نظراً لقدرتهم على الحصول على صورة كاملة لحالة الأسعار في كل سوق. ومع ذلك نقول إنه بشكل عام لا يحتاج المستثمر الذي يتعامل مع وسيط معروف أن يحدد مكان التداول.

نوع العقد Option Type

هناك نوعان فقط من أنواع عقود الخيار، يعرف الأول بعقد الشراء (Call Option)، والثاني يعرف بعقد البيع (Put Option)، وكما اتبعنا في أماكن أخرى من الكتاب فإننا نبتعد عن الترجمة الحرفية للمحافظة على المعنى المقصود من الكلمة.

بالنسبة لعقد الشراء (Call) فهو عبارة عن اتفاقية بين البائع والمشتري من خلالها يستطيع مشتري العقد، إن أراد ذلك، أن يقوم بشراء الأصل خلال فترة محددة وبسعر محدد من بائع العقد. وهذا ما رأيناه في مثال عقد قطعة الأرض، حيث قام المشتري بشراء عقد شراء من صديقه وحصل على أحقية الشراء خلال فترة عام واحد. لاحظ أن مشتري عقد الشراء يحقق الربح المطلوب عندما يرتفع سعر الأصل عن السعر المحدد في العقد، وأن بائع العقد يجني قيمة العقد بأي حال من الأحوال، ولكنه ملزم بالاحتفاظ بالأرض إلى أن تنتهي مدة العقد (أو يقوم ببيع العقد والتخلص منه). يبين الشكل ١٦-١ طريقة عمل عقد الشراء.



الشكل ١٦-١: يقوم المشتري بدفع مبلغ صغير مقابل الحصول على عقد يمنحه حق الشراء بسعر معين في وقت لاحق.

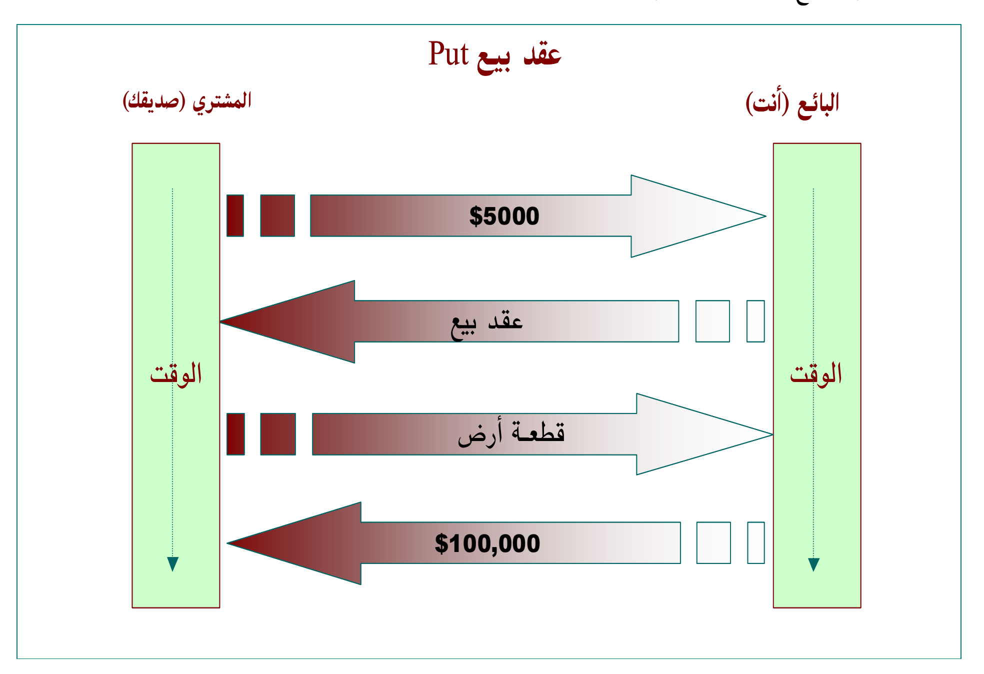
بالنسبة لعقد البيع (Put) فهو مختلف عن عقد الشراء وليس له علاقة به ولا بالأطراف التي قامت به، بل هو عبارة عن اتفاقية أخرى بين البائع والمشتري من خلالها يستطيع مشتري العقد، إن أراد ذلك، أن يقوم "ببيع" الأصل (كالأسهم) خلال فترة محددة وبسعر محدد لبائع العقد. وليس بالضرورة أن يملك المشتري الأصل في ذلك الوقت. هل يمكن تطبيق فكرة عقد قطعة الأرض على هذا النوع من عقود الخيار؟ نعم. حاول أن تقوم بذلك بنفسك قبل أن تواصل القراءة. كيف يمكن لشخصين الدخول في عقد بيع عن طريق قطعة أرض؟

في حالة عقد البيع، تكون أنت بائع العقد (ومشتري الأرض)، ويكون صديقك مشتري العقد (وبائع الأرض). فقد يشتري صديقك منك عقد بيع بحيث يقوم بدفع ٥٠٠٠ دولار لصالحك بشرط أن تشتري الأرض منه بمبلغ ١٠٠ ألف دولار خلال عام واحد إن طلب منك ذلك! ولأنه المشتري للعقد فإنه غير ملزم ببيع الأرض بل فقط له الحق في بيعها. ولأنك بائع العقد فأنت ملزم بشراء الأرض متى ما طُلب منك ذلك، وهذه الحقيقة ثابتة في جميع عمليات عقود الخيار – للمشتري حق الاختيار الخيار وعلى البائع الالتزام بالبيع أو الشراء، حسب طبيعة العقد، الجدول ١٦-١.

الجدول ١٦-١: دور المشتري والبائع في عقدي Call و Put.

	عقد شراء (Call)	عقد بيع (Put)
مشتري العقد	له الحق بشراء الأسهم بالسعر المحدد خلال المدة المحددة	له الحق ببيع الأسهم بالسعر المحدد خلال المدة المحددة
بائع العقد	عليه شرط بيع الأسهم فيما لو رغب المشتري بذلك	عليه شرط شراء الأسهم فيما لو رغب المشتري بذلك

هل هذه الطريقة مجدية لك ولصديقك؟ لماذا يقوم بدفع ٥٠٠٠ دولار لصالحك، ومن ثم يبيعك أرضاً قيمتها الحالية ١٠٠ ألف دولار بمبلغ ١٠٠ ألف دولار خلال عام؟ حيث يبدو أنه قد يكون في النهاية خاسراً مبلغ ٥٠٠٠ دولار، عندما يبيعك الأرض بمبلغ ١٠٠ ألف ناقص ٥٠٠٠ دولار! وبالنسبة لك، هل من المجدي الحصول على ٥٠٠٠ دولار والدخول في اتفاقية تلزمك بشراء أرض قيمتها الحالية ١٠٠ ألف دولار بمبلغ ١٠٠ ألف دولار مستقبلاً؟ انظر الشكل ١٦-٢.



الشكل ١٦-٢: يقوم المشتري بدفع مبلغ صغير مقابل الحصول على عقد يمنحه حق البيع بسعر معين في وقت لاحق.

أولاً بالنسبة لصديقك فقد يعتقد بأن سعر الأرض سيهبط بشكل كبير بسبب أزمة متوقعة وبذلك فهو يود أن يضمن وجود مشتر بهذا السعر. فلو هبط سعر الأرض إلى ٧٠ ألف دولار، على سبيل

المثال، فإنه يقوم ببيعها بمبلغ ١٠٠ ألف دولار، ويكون صافي البيع بالنسبة له مبلغ ٩٥ ألف دولار (١٠٠ ألف دولار ناقص ٥٠٠٠ دولار دفعها مقدماً). وبالنسبة لك ستكون دفعت مبلغ ١٠٠ ألف دولار، ناقص ٥٠٠٠ دولار حصلت عليها سابقاً (أي دفعت ٩٥,٠٠٠ دولار)، وتحصل على أرض قيمتها الحالية ٧٠ ألف دولار. في هذه الحالة تكون خاسراً. ولكن لو أن سعر الأرض ارتفع إلى ١٢٠ ألف دولار، على سبيل المثال، فلن يقوم هو ببيعك الأرض، وتصبح كاسباً لمبلغ خمسة آلاف دولار دفعها لك سابقاً، ويحتفظ هو بأرضه.

تاريخ الانتهاء Expiration Date

عقود الخيار هي عقود وقتية تنتهي صلاحيتها بتاريخ معين هو ثالث يوم جمعة من الشهر المحدد للعقد، فلو كان الشهر الذي ينتهي فيه العقد هو شهر سبتمبر، فإن العقد يعتبر لاغياً بنهاية وقت التداول (الساعة الرابعة عصراً) في ثالث جمعة من ذلك الشهر، وبعض الوسطاء يعطي مزيداً من الوقت حتى الساعة ٤:١٥ عصراً. وليس بالضرورة أن تكون هناك عقود متوفرة للتداول في كل شهر للشركة الواحدة، فقد توجد لشركة IBM عقود خيار لكل شهر عدا شهري مايو وديسمبر، حسب ما تقره شركة تسوية عقود الخيار (Options Clearing Corporation)، الجهة القائمة على تنظيم تداول عقود الخيار في أمريكا. يبين الجدول ١٦-٢ الرموز الخاصة بكل شهر والتي تستعمل عند إدخال أوامر البيع والشراء، وعند استعراض رموز عقود الخيار.

الجدول ١٦-٢: الحروف المستخدمة لتمثيل الأشهر التي تنتهي بها عقود الخيار.

الشهر	رمز عقد Call	رمز عقد Put
January	A	M
February	B	N
March	C	O
April	D	P
May	E	Q
June	F	R
July	G	S
August	H	T
September	I	U
October	J	V
November	K	W
December	L	X

سعر التنفيذ Strike Price

يعتمد عقد الخيار على سعر معين، يطلق عليه سعر التنفيذ وهو السعر الذي تتم فيه عملية البيع أو الشراء عند انتهاء مدة العقد أو متى ما رغب المشتري بتنفيذ عقد الخيار. فإذا أردت شراء عقد شراء لشركة معينة، ستجد أن هناك عدة أسعار للتنفيذ يمكنك الاختيار منها حسب توقعاتك عن نمو السعر. يبين الجدول ١٦-٣ الأحرف المستعملة لتمثيل سعر التنفيذ. وبالنسبة لأسعار التنفيذ ما فوق المائة فهي تعامل وكأنها بدون المائة، أي أن سعر ١٠٥ يرمز له بحرف A مثل ما يرمز للسعر ٥، والسعر ١٧٠ يرمز له بحرف N، رمز السعر ٧٠ نفسه، وهكذا.

الجدول ١٦-٣: أسعار التنفيذ المختلفة والحروف التي تقابلها وتستخدم في رموز عقود الخيار.

سعر التنفيذ Strike Price	الحرف Letter	سعر التنفيذ Strike Price	الحرف Letter
5	A	65	M
10	B	70	N
15	C	75	O
20	D	80	P
25	E	85	Q
30	F	90	R
35	G	95	S
40	H	100	T
45	I	7 1/2	U
50	J	12 1/2	V
55	K	17 1/2	W
60	L	22 1/2	X

فقد تشتري عقد شراء ينتهي بعد ٣ أشهر له سعر تنفيذ يساوي ٥٠ دولاراً، في حين أن السعر الحالي للسهم ٤٠ دولاراً، الشكل ١٦-٣. في هذه الحالة، لو أن سعر السهم ارتفع إلى ٦٠ دولاراً قبل نهاية العقد، تكون قيمة العقد في ذلك الوقت لا تقل عن ١٠ دولارات (الفرق بين ٥٠ و ٦٠ دولاراً). ولو أن سعر السهم انخفض إلى أقل من ٥٠ دولاراً بنهاية العقد فتكون قيمة عقد الشراء صفراً، ويقال بأن العقد انتهى بخسارة (Expired Worthless).

أمثلة

فيما يلي بعض الأمثلة لعقود الخيار من نوع Call ونوع Put، وسوف نتحدث عن تركيبة رمز العقد أدناه.

IBMFJ (IBM June 50 Call)

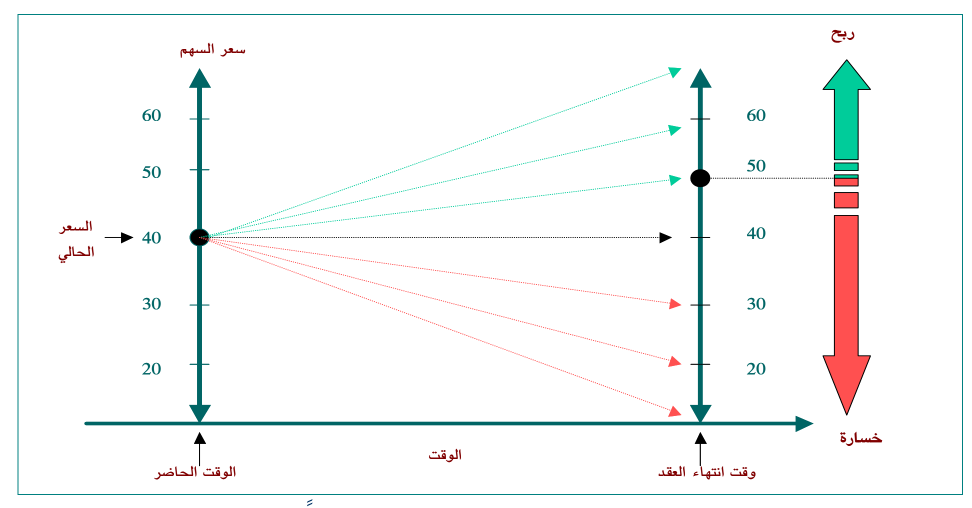
عقد شراء لسهم IBM بسعر ٥٠ دولاراً للتنفيذ، ينتهي في شهر يونيو.

GEEO (GE May 75 Call)

عقد شراء لسهم GE بسعر ٧٥ دولاراً للتنفيذ، ينتهي في شهر مايو.

MSQUQ (MSFT Sept 85 Put)

عقد بيع لسهم مايكروسوفت بسعر ٨٥ دولاراً للتنفيذ، ينتهي في شهر سبتمبر.



الشكل ١٦-٣: عملية شراء عقد شراء (call) بسعر تنفيذ يساوي ٥٠ دولاراً، في حين سعر السهم الحالي يساوي ٤٠ دولاراً، فيجب على السعر تجاوز ٥٠ دولاراً قبل انتهاء العقد وإلا فالعقد خاسر.

رمز عقد الخيار Option Symbol

لإدخال طلب بيع عقود الخيار وشرائها لا بد من معرفة الرمز الذي يعرف به العقد في سوق عقود الخيار، أو الرجوع إلى سلسلة العقود (Options Chain)، كما سنرى لاحقاً. يتكون الرمز من ثلاثة أجزاء كالتالي:

- **الجذر: يأتي إما حرفاً أو حرفين أو ثلاثة أحرف حسب رمز السهم. فإذا كان رمز السهم يتكون من حرف أو حرفين أو ثلاثة أحرف (كما هو الحال في رموز جميع الأسهم المسجلة في سوق نيويورك والسوق الأمريكي)، فإن رمز الجذر يكون هو رمز السهم نفسه. فتجد أن رمز جذر عقود خيار IBM هو رمز السهم نفسه (IBM)، وكذلك بالنسبة لسهم شركة AT&T والتي يرمز**

لأسهمها بحرف T يكون رمز جذر عقود الخيار الخاصة بها T. أما بالنسبة للأسهم التي تتكون رموزها من أكثر من ثلاثة أحرف (كأسهم [نازداك]) فلا بد من البحث عن رمز الجذر بواسطة دليل عقود الخيار، كالمتوفر على موقع شيكاغو لعقود الخيار:
(http://www.cboe.com/TradTool/Symbols).

- **الشهر**: شهر انتهاء العقد حيث لكل شهر حرف من حروف الأبجدية كما رأينا في الجدول ١٦-٢.
- **سعر التنفيذ**: أو Strike Price وهو السعر الذي يبنى عليه العقد كما رأينا في الجدول ١٦-٣، ولمعرفة رمز جميع الأسعار الممكنة، توجه إلى الموقع:
http://www.cboe.com/tools/symbols

يوضح الجدول ١٦-٤ بعض الأمثلة لرموز عقود خيار Call و Put، والتي كما ذكرنا تتكون من ثلاثة أجزاء، رمز الجذر، شهر الانتهاء، وسعر التنفيذ.

الجدول ١٦-٤: بعض الأمثلة لرموز عقود الخيار.

رمز عقد الخيار (Option Symbol)	المعنى
IBMGT	عقد Call لشركة IBM ينتهي في شهر يوليو (G) بسعر تنفيذ يساوي ١٠٠ دولار (T).
MSQLV	عقد Call لشركة مايكروسوفت ينتهي في شهر ديسمبر (L) بسعر تنفيذ يساوي 12 1/2 دولاراً (V).
CVT	عقد Put لشركة ستي جروب (المالكة لبنك CitiBank)، ينتهي في شهر أكتوبر (V) بسعر تنفيذ يساوي 100 دولار (T).
GERH	عقد Put لشركة جنرال إلكتريك ينتهي في شهر يونيه (R) بسعر تنفيذ يساوي 40 دولاراً (H).

القيمة الجوهرية والقيمة الوقتية

قيمة العقد في أي وقت من الأوقات تعتمد على شيئين رئيسيين هما:

- **القيمة الجوهرية** (Intrinsic Value) للعقد، والتي تحسب كفارق سعر التنفيذ عن السعر الحالي. فإذا كان لديك عقد IBM لشهر يوليو، بسعر تنفيذ يساوي ٩٠ دولاراً، وكان السعر الحالي للسهم ٩٥ دولاراً، فإن القيمة الجوهرية للعقد هي ٥ دولارات، لأن سعر السهم يزيد عن سعر التنفيذ بهذا

المقدار، فتستطيع بيع العقد بـ ٥ دولارات على الأقل في أي وقت تشاء، أي كأنك قمت بشراء السهم بـ ٩٠ دولاراً وبعته فوراً بـ ٩٥ دولاراً.

- **القيمة الزمنية (Time Value) والتي تعبر عن مدى إمكانية ربح العقد مع مرور الوقت. من الطبيعي أنه كلما كان هناك وقت طويل قبل انتهاء العقد، كان من الممكن أن يحقق العقد ربحاً أكثر من عقد ينتهي خلال فترة زمنية قصيرة. إلا أن القيمة الزمنية ليست ثابتة، بل إنها تتناقص مع مضي الوقت وقرب انتهاء العقد، إلى أن تصل صفراً في آخر يوم للعقد. كذلك فالقيمة الزمنية ليست متساوية من شركة لأخرى. أي أن القيمة الزمنية لعقد IBM قد تكون أكثر أو أقل من القيمة الزمنية للعقد المماثل لشركة أخرى، وذلك يعود لاختلاف حركة السهم لكل شركة. فكلما كان سهم الشركة متحركاً بشكل كبير، كأن يرتفع عدة دولارات ويهبط عدة دولارات في يوم واحد، كانت القيمة الزمنية مرتفعة، ويطلق على خاصية الحركة النشطة هذه مصطلح Volatility.**

مصطلحات العقد

بعد فتح الحساب يمكن للمستثمر البدء بإدخال أوامر البيع والشراء، ولكن هناك بعض المصطلحات الخاصة بعقود الخيار يجب معرفتها بشكل جيد قبل الشروع بعمليات التداول.

تكلفة العقد الواحد

كل عقد من عقود خيار الأسهم يمثل ١٠٠ سهم. فإذا اشترى شخص ١٥ عقد شراء من عقود IBM، يحق له شراء ١٥٠٠ سهم من IBM. وإذا كان سعر العقد الواحد ٢ دولار، تكون تكلفة شراء الـ ١٥ عقداً تساوي ٣٠٠٠ دولار (١٥×١٠٠×٢=٣٠٠٠).

حالة العقد Contract Condition

في أي وقت من الأوقات يكون العقد إما في حالة ربح (In-the-Money)، أو في حالة خسارة (Out-of-the-Money)، أو في حالة محايدة (At-the-Money). انظر الجدول ١٦-٥ لمعرفة متى يكون العقد في كل من هذه الحالات.

على سبيل المثال لو كان لدى شخص ١٠ عقود شراء لشركة IBM، تنتهي في شهر أكتوبر، بسعر تنفيذ يساوي ٦٠ دولاراً، وكان سعر IBM الحالي ٥٨ دولاراً، فإن حالة العقد تكون خاسرة، نظراً لأن السعر الحالي للسهم أقل من سعر التنفيذ، مما يعني أنه من غير الممكن الاستفادة من العقد في

الوقت الحاضر، نظراً لإمكانية شراء السهم بسعر ٥٨ دولاراً من السوق مباشرة، بأقل ثمن من سعر التنفيذ.

الجدول ١٦-٥: الحالات المختلفة التي يكون فيها العقد.

حالة العقد Contract Condition	علاقة سعر السهم بسعر التنفيذ Stock Price Versus Strike Price
In-the-money Call	سعر السهم أعلى من سعر التنفيذ
Out-of-the-money Call	سعر السهم أقل من سعر التنفيذ
In-the-money Put	سعر السهم أقل من سعر التنفيذ
Out-of-the-money Put	سعر السهم أعلى من سعر التنفيذ
At-the-money	سعر السهم مساوٍ لسعر التنفيذ

العقود المغطاة Covered Options

عندما تشتري عقد Call فإنك تدفع مبلغاً من المال مقابل الحصول على أحقية شراء أسهم ذلك العقد في أي وقت خلال مدة العقد، ولا تكون هناك مخاطرة من قبلك عدا رأس المال الذي دفعته لشراء العقد. ولكن من هو البائع الذي اشتريت منه العقد؟ في الغالب، إن البائع هو شخص يملك عدداً من الأسهم وقد قام بعملية بيع لعقود الشراء بحيث يستطيع أن يبيع عقد شراء واحد مقابل كل مائة سهم يملكها، وهو بذلك يحصل على مبلغ من المال يسمى Premium، مقابل منح المشتري فرصة الاستفادة من احتمال ارتفاع سعر السهم لما فوق سعر التنفيذ. وفي هذه الحالة تدعى العقود التي باعها مالك الأسهم بالعقود المغطاة، لكون البائع يملك الأسهم التي بني عليها العقد.

العقود العارية Naked Options

في حالة رغبة الشخص بيع عقود شراء دون أن يكون لديه رصيد من الأسهم الخاصة بالعقد فإن العملية تسمى عملية بيع عارية. هذا النوع من عمليات بيع العقود فيه مخاطرة عالية، ولا يتوفر إلا عن طريق بعض الوسطاء.

أين مصدر الخطورة في هذا النوع من العقود؟ لنفرض أنك قمت ببيع ٢٠ عقداً من نوع Call لشركة IBM، لشهر سبتمبر، بسعر تنفيذ يساوي ٦٠ دولاراً، وحصلت على مبلغ ٢ دولار لكل عقد (أي ٢٠ عقد × ١٠٠ × ٢ دولار = ٤٠٠٠ دولار). لو أن سعر السهم بقي أقل من ٦٠ دولاراً عند انتهاء فترة العقد، فإنك تحتفظ بمبلغ المال الذي حصلت عليه (٤٠٠٠ دولار)، وفي هذه الحالة لن

يقوم المشتري بطلب تنفيذ العقد نتيجة كون سعر السهم في ذلك الوقت أقل من سعر التنفيذ. ولكن ماذا لو أن سعر السهم قفز فجأة إلى ١٠٠ دولار، نتيجة تحقيق الشركة لأرباح فاقت كل التوقعات؟ في هذه الحالة عليك بيع ٢٠٠٠ سهم من IBM (٢٠ عقداً × ١٠٠ سهم للعقد = ٢٠٠٠ سهم) بسعر ٦٠ دولاراً، وعندها ستضطر لشراء ٢٠٠٠ سهم بسعر ١٠٠ دولار، أي بقيمة ٢٠٠ ألف دولار، ومن ثم تبيعها لمشتري العقد بسعر ٦٠ دولاراً للسهم (١٢٠ ألف دولار)، أي بخسارة قدرها ٨٠ ألف دولار، ناقص ٤٠٠٠ دولار حصلت عليها عند بيع العقود!

لا يوجد عادة حاجة لشراء الأسهم بهذا الشكل، حيث يكتفى بشراء العدد نفسه من العقد الذي تم بيعه سابقاً، والذي تكون قيمته في المثال ٤٠ دولاراً للعقد الواحد، أي يجب شراء ٢٠ عقداً بسعر ٤٠ دولاراً (٢٠ عقداً×١٠٠×٤٠ دولاراً = ٨٠,٠٠٠ دولار).

فتح العقود واغلاقها Trading Position

في كل مرة تقوم بإدخال أمر لبيع عقد خيار أو شرائه، فإنك إما أن تقوم بفتح العقد أو إغلاقه، Open Position أو Close Position. فإذا كنت تود أن تشتري عقد Call فعليك أن تجري عملية شراء لفتح العقد، Buy to Open، وعندما تود بيع العقد تقوم بعملية بيع لإغلاق العقد Sell to Close. وعندما تود أن تبيع عقد Call لأسهم تملكها (عقد مغطى بأسهم)، فإنك تحتاج إلى أن تدخل أمر بيع لفتح عقد (Sell to open)، ولاحقاً تقوم بإدخال أمر شراء لإغلاق العقد (Buy to close)، كما هو ملخص في الجدول ١٦-٦.

العقود المفتوحة Open Interest

يعرف عدد العقود المفتوحة في أي وقت من الأوقات بمصطلح Open Interest، ويدل هذا العدد على مدى إقبال المستثمرين على عقد الخيار المعني، ويدل على عدد العقود التي تم فتحها لأول مرة. أي إنها تختلف عن كمية التداول Volume، والتي تحسب في كل مرة يتم تداول العقد فيها.

على سبيل المثال، قد يكون هناك ٤٥٠٠ عقد مفتوح لشركة IBM من نوع Call خاص بشهر سبتمبر وبسعر تنفيذ ٤٥ دولاراً. بهذه الحالة نقول بأن عدد العقود المفتوحة لعقد الخيار هذا ٤٥٠٠ عقد، وهذا يعني بأنه عند انتهاء فترة العقد وبحالة عدم خسارة العقد (أي أن سعر السهم يكون أعلى من سعر التنفيذ لعقد Call المذكور)، فإن جميع العقود المفتوحة يجب أن تغلق عن طريق نقل ٤٥٠ ألف سهم من أسهم IBM من مالكيها الحاليين لمالكي العقود.

الجدول ١٦-٦: أنواع أوامر بيع عقود الخيار وشرائها.

الأمر	المعنى	متى يستخدم
Buy to Open	شراء لفتح عقد	لشراء عقد Call أو عقد Put
Sell to Close	بيع لاغلاق عقد	لبيع عقد Call أو عقد Put
Sell to Open	بيع لفتح عقد	لبيع عقد Call لعدد من الأسهم المملوكة (عقد مغطى) من أجل الحصول على قيمة العقد من المشتري. أو لبيع عقد Put لأسهم تود شراءها لاحقاً وتحصل على قيمة العقد من المشتري.
Buy to Close	شراء لاغلاق العقد	لشراء عقد Call تم بيعه سابقاً بطريقة Sell to Open تفادياً لضرورة بيع الأسهم المحددة في العقد. أو لشراء عقد Put تم بيعه سابقاً بطريقة Sell to Open تفادياً لضرورة شراء الأسهم المحددة في العقد.

تنفيذ العقد Option Exercise

في حال رغبة مالك العقد بالتنفيذ (أي شراء الأسهم) عند انتهاء فترة العقد، أي عندما يكون العقد في حالة ربح (In the Money)، فيجب عليه أن يبلّغ الوسيط قبل الساعة الرابعة والربع من عصر يوم الجمعة الذي ينتهي فيه العقد، خصوصاً إذا كان العقد رابحاً بمبلغ يقل عن ٢٥ سنتاً. أما إذا كان العقد رابحاً بمبلغ يزيد عن ٢٥ سنتاً، فليس من الضروري إجراء طلب التنفيذ، كون ذلك يتم أوتوماتيكياً حسب ما هو متبع من قبل أنظمة تداول عقود الخيار. ويجب على صاحب العقد التخلص منه إما ببيعه إن كان رابحاً، أو ترك الوسيط ينفذه إن كان سعره يزيد عن ٢٥ سنتاً. أما إذا كان أقل من ٢٥ سنتاً ولم يقم صاحب العقد ببيعه (Sell to Close) فإنه ينتهي ولا يستفاد منه، ولا يقوم صاحب العقد بدفع أي رسوم في هذه الحالة.

عقود طويلة الأجل (LEAPS)

هناك أنواع معينة من العقود يطلق عليها عقود طويلة الأجل، والتي تعرف بـ (Long-term Equity Anticipation Products (LEAP)) ويكون تاريخ الانتهاء فيها عادة بعد مدة لا تقل عن ٩ أشهر، وإذا نقصت المدة عن ٩ أشهر يتحول العقد إلى عقد عادي ويتغير رمزه. فإذا رغبت بشراء عقد Call لشركة إنتل للعام ٢٠٠٧م، فإنك تقوم بشراء عقد شراء من نوع LEAP، والذي

لا يختلف عن العقد بشيء على الإطلاق، عدا أنه ينتهي بعد مدة طويلة، لذلك فهو يحد نوعاً ما من خطورة الوقت في عقود الخيار.

الحصول على الأسعار عن طريق الإنترنت

معظم خدمات الأسعار على الإنترنت تقدم خدمة أسعار عقود الخيار. تتم الطريقة بإدخال الرمز الخاص بعقد الخيار في المكان المخصص لأسعار عقود الخيار. على سبيل المثال في صفحة الأسعار لخدمة [ياهو] يمكنك الحصول على سعر أي رمز بإحدى الطريقتين التاليتين.

الحصول على السعر بواسطة رمز العقد

اذهب لموقع [ياهو] الخاص بالأسعار (http://quote.yahoo.com) وفي أعلى الصفحة قم بإدخال الرمز المطلوب واختمه بنقطة يليها حرف x لتتمكن [ياهو] من معرفة أن المدُخل رمز يخص عقود الخيار وليس رمز الأسهم العادية. مثال على ذلك إدخال رمز عقد شراء لشركة آي بي أم (IBM) لشهر يوليو ٢٠٠٥م بسعر تنفيذ ٩٥ دولاراً، والذي يرمز له بالرمز IBMGS، كما يلي: IBMGS.X، ومن هذه المعلومات يتضح ما يلي:

- **السعر الحالي** (Last Trade): هو سعر آخر عملية تمت لهذا العقد، وهو سعر العقد الواحد الذي كما ذكرنا يساوي ١٠٠ سهم. أي لشراء عقد واحد نضرب السعر بمائة.
- **تغير السعر عن الأمس** (Change): مقدار تغير السعر عن سعر إقفال اليوم السابق.
- **نطاق السعر** (Days Range): حركة سعر العقد خلال اليوم.
- **نطاق العقد** (Contract Range): تغير سعر العقد منذ ظهوره (منذ إصداره من قبل السوق).
- **سعرا العرض والطلب** (Bid, Ask): سعر العرض هو السعر الذي يمكنك شراء العقد به حالياً، وسعر الطلب هو السعر الذي يمكنك بيع العقد به.
- **سعر التنفيذ** (Strike): سعر التنفيذ للعقد هذا.
- **كمية التداول** (Volume): عدد العقود التي تم تداولها لذلك اليوم فقط.
- **عدد العقود المفتوحة** (Open Interest): عدد العقود التي تم فتحها من قبل بائعي العقد الأصليين، أي الذين قاموا ببيع عقود مغطاة أو عارية.
- **تاريخ الانتهاء** (Expiration Date): التاريخ الذي ينتهي به العمل بهذا العقد.

الحصول على السعر بواسطة رمز السهم

بالإمكان الحصول على ما يعرف بسلسلة عقود الخيار (Option Chain) من عدة مصادر، منها موقع [ياهو]، فسوف تجد من ضمن طرق استعراض المحافظ هناك مكان لاستعراض عقود الخيار (Options). وعندما تختار هذه الطريقة من القائمة تقوم بإدخال رمز السهم (وليس رمز عقد الخيار)، ومن ثم تظهر قائمتان لعقود الخيار للشهر الحالي: إلى اليسار تجد عقود الشراء وإلى اليمين تجد عقود البيع. وبإمكانك اختيار شهر آخر لاستعراض ما يتوفر من عقود لذلك الشهر.

التعامل المناسب مع عقود الخيار

نظراً لخطورة الاستثمار في عقود الخيار لا بد من التوقيع على وثيقة شروط تداول عقود الخيار عن طريق الوسيط، وهي عبارة عن إخلاء مسؤولية الوسيط بإقرار العميل بمعرفته بخطورة عقود الخيار وأنه مسؤول عما يقوم به من تداول.

وتباع عقود الخيار وتشترى كما تباع الأسهم وتشترى، حيث يوجد صنّاع سوق مهمتهم تحقيق السيولة اللازمة عن طريق احتفاظهم بمخزون من عقود الخيار لبيعها عند الحاجة. فتجدهم يقومون بعرض أسعار العرض والطلب على شاشات الكمبيوتر ويلتزمون بتنفيذ كمية العرض والطلب عندما تأتي إليهم أوامر البيع والشراء. إلا أن سوق عقود الخيار بشكل عام لا يتمتع بالكفاءة نفسها المتوفرة في سوق الأسهم وعمق السوق فيه ضعيف نوعاً ما. تذكّر بأن عمق السوق يعني أن كميات العرض والطلب كبيرة بحيث يستطيع المستثمر إدخال أمر بيع أو شراء بسعر السوق ولا يخشى من اضطراب أسعار العرض و الطلب. لذلك يجب ألاّ يقوم الشخص بإدخال أوامر شراء أو بيع بسعر السوق على الإطلاق، إلا في حالة تداول بعض عقود الخيار النشطة كتلك الخاصة بالشركات الكبيرة مثل مايكروسوفت وIBM وغيرها. ويفضل الاكتفاء بإدخال أوامر محددة عند تداول عقود الخيار.

استراتيجيات التداول

هناك العديد من الكتب المتخصصة في تداول عقود الخيار، والتي تحتوي على شرح مفصل لعدد من عمليات التداول الممكن استخدامها لتحقيق مختلف الأهداف حسب مختلف الظروف. فهناك استراتيجيات معينة تستخدم عندما تكون السوق في حالة ركود، وأخرى تستخدم عندما تكون أسعار الأسهم في اتجاه صاعد (Bull Market)، أو في اتجاه هابط (Bear Market). كما أن هناك استراتيجيات معينة تستخدم لغرض المحافظة على رأس المال وأخرى للمضاربة ومحاولة تحقيق الربح السريع، وغيرها.

بلا شك أن هناك جانب المخاطرة الذي يجب أخذه بالاعتبار، ولكن ليس صحيحاً، كما هو شائع، بأن تداول عقود الخيار أمر في غاية الخطورة، وذلك لعدم صحة هذه المقولة في عدد من الاستراتيجيات المعروفة. فيما يلي سوف نتحدث عن بعض الاستراتيجيات الآمنة والتي قد يكون من الأولى بالمستثمر في الأسهم فهمها والاستفادة منها عند الحاجة.

استراتيجيات آمنة

من أهم وظائف عقود الخيار قيامها بدور التأمين على الأسهم، أو ما يعرف بمصطلح Hedging. كيف تقوم عقود الخيار بهذا الدور؟

شراء عقود البيع Put

لنفرض أن لديك ١٠٠٠ سهم من شركة IBM وكان سعر السهم ١٠٠ دولار، ففي هذه الحالة قد تجد أن لديك مبلغاً كبيراً تم استثماره في هذه الشركة، وتخشى من سقوط السهم بشكل مفاجئ وتخسر تبعاً لذلك مبلغاً كبيراً من المال. عندها قد تقرر شراء ١٠ عقود بيع (Put)، لفترة ثلاثة أشهر (على سبيل المثال)، وبسعر تنفيذ يساوي ١٠٠ دولار. في هذه الحالة ربما تدفع مقابل كل عقد مبلغ ٣ دولارات، أي تدفع مبلغ ٣٠٠٠ دولار لشراء العقود العشرة (١٠×١٠٠×٣=٣٠٠٠ دولار)، ويكون هذا المبلغ بمثابة تأمين على ما لديك من أسهم.

Buy to Open 10 Puts at $3

لو أن سعر السهم مثلاً سقط إلى ٥٠ دولاراً فهذا الأمر لا يعنيك على الإطلاق، نتيجة حصولك على عقد خيار يمنحك الحق لبيع ألف سهم بسعر ١٠٠ دولار خلال ثلاثة أشهر، وذلك لكون من باع عقد البيع هذا قد دخل معك في اتفاقية هو ملزم عن طريقها بشراء الأسهم بسعر ١٠٠ دولار، ولك الخيار في بيعها إن أردت ذلك خلال ثلاثة أشهر، راجع الجدول ١٦-١، صفحة ٣٧٢ للتأكد من فهم دور البائع والمشتري. بهذه الحالة يمكن أن تطلب من الوسيط تنفيذ العقد (Exercise)، ويتم بيع مالديك من أسهم بسعر ١٠٠ دولار للسهم، أو أن تقوم ببيع ما لديك من عقود Put، والتي لن يقل سعرها عن ٥٠ دولاراً في هذه الحالة، ويتم ذلك بإدخال الأمر التالي:

Sell to Close 10 Puts at $50

ولو أن سعر السهم ارتفع إلى ما فوق ١٠٠ دولار في نهاية فترة العقد، فلن تقرر بيع الأسهم بسعر ١٠٠ دولار (لأنك تستطيع بيعها في السوق مباشرة بسعر أعلى من ١٠٠ دولار). وبهذه الحالة تكون قد خسرت قيمة المبلغ الذي دفعته لشراء العقود العشرة (٣٠٠٠ دولار)، وتعوض ذلك من ارتفاع

سعر السهم! بمعنى آخر، إن الذي حققته هو أنك أمّنت على أسهمك بمبلغ ٣٠٠٠ دولار، أي بنسبة ٣% من قيمة الأسهم، لمدة ثلاثة أشهر. كما أنه حسب سعر السهم والمدة المتبقية لانتهاء العقد يمكنك بيع ما لديك من عقود قبل انتهاء مدة العقد بأيام قليلة لتحصل على جزء من المبلغ الذي دفعته لشراء عقود Put.

أيهما أفضل للحماية؟

قد تسأل لماذا لا يقوم الشخص بإدخال أمر بيع موقوف (Sell Stop) بسعر ٩٨ دولاراً، بدلاً من شراء عقود بيع (Put)؟ حيث إنه، كما علمنا سابقاً، يمكن عن طريق أمر البيع الموقوف بيع الأسهم عند هبوط السعر إلى السعر المحدد في أمر البيع. في هذه الحالة لو أن سعر السهم هبط لما دون ٩٨ دولاراً، تباع الأسهم بسعر ٩٨ دولاراً (أو أقل أو أكثر قليلا نظراً لأن الأمر يتحول إلى أمر بسعر السوق). هناك على الأقل ميزتان رئيسيتان لعقد Put تجعله أفضل من إدخال أمر بيع موقوف، وهما مايلي:

١. في حالة ظهور خبر طارئ بعد اقفال السوق أو قبل الافتتاح، فقد يفتتح السهم بسعر أقل بكثير من سعر الاغلاق، وعندها يتم تنفيذ أمر البيع الموقوف بسعر قد يكون أقل بكثير من السعر المحدد في الأمر. ولكن في حالة عقد Put يمكن بيع الأسهم بالسعر المتفق عليه (١٠٠ دولار) في أي وقت بغض النظر عن سعر السهم الحالي.

٢. من أكبر المشاكل الخاصة بالبيع الموقوف أنه قد يتنفذ البيع لمجرد هبوط سعر السهم لما دون السعر الموقوف لفترة قصيرة، ومن ثم يتم البيع، وسرعان ما يعود السعر إلى وضعه الطبيعي. هذه التقلبات بالطبع لا تؤثر على عقود الخيار، حيث يمكنك التصرف بالعقد كيفما تشاء إلى أن تنتهي فترته.

بيع عقود الشراء Call

هناك طريقة أخرى آمنة للاستفادة من عقود الخيار، يقوم مالك الأسهم فيها ببيع عقود شراء على ما لديه من أسهم. فلو كان لديك ١٠٠٠ سهم من IBM وكانت القيمة الحالية للسهم ١٠٠ دولار، فقد تقرر بيع ١٠ عقود شراء، تنتهي بعد فترة قصيرة، وبسعر ١٠٠ دولار أو أكثر قليلاً حسب رغبتك. بشكل أوضح، لنفرض أن التاريخ الآن ١٥ سبتمبر، وسعر IBM يساوي ١٠١ دولار، ويوجد هناك ٣ عقود شراء لشركة IBM، كما يلي:

رمز العقد	المعنى	تاريخ الانتهاء	سعر العقد (دولار)	ملاحظات
IBMIS	عقد Call ينتهي في سبتمبر، بسعر ٩٥ دولاراً للتنفيذ	٢٢ سبتمبر	٦,٧٥	يتكون السعر من ٦ دولارات قيمة جوهرية (١٠١ – ٩٥)، زائد ٧٥ سنتاً قيمة وقتية
IBMIT	عقد Call ينتهي في سبتمبر، بسعر ١٠٠ دولار للتنفيذ	٢٢ سبتمبر	٢,٢٥	يتكون السعر من ١ دولار قيمة جوهرية (١٠١ – ١٠٠)، زائد ١,٢٥ دولار قيمة وقتية.
IBMJA	عقد Call ينتهي في أكتوبر، بسعر ١٠٥ دولارات للتنفيذ	١٩ أكتوبر	١,٥٠	يتكون السعر من ١,٥٠ دولار كقيمة وقتية، وصفر للقيمة الجوهرية.

عندما تنظر إلى هذه الأسعار قد تقرر بيع ١٠ عقود سبتمبر بسعر ٩٥ دولاراً للتنفيذ، وتحصل فوراً على مبلغ ٦٧٥٠ دولاراً.

Sell to Open 10 Calls at $6.75

وفي حالة بقاء سعر السهم فوق ٩٥ دولاراً في نهاية يوم ٢٢ سبتمبر، فإن الذي يحصل هو أن تباع أسهمك بسعر ٩٥ دولاراً للسهم الواحد، وتكون قد بعت ١٠٠٠ سهم بسعر ٩٥ ألف دولار، زائد ٦,٧٥٠ دولاراً التي حصلت عليها عند بيع العقود، أي بسعر إجمالي ١٠١,٧٥٠ دولاراً، وذلك أفضل بقليل من سعر السهم في ١٥ سبتمبر.

أما إذا هبط السهم إلى ما دون ٩٥ دولاراً، فإنك تحتفظ بأسهمك، وتكون ربحت ٦,٧٥٠ دولاراً. لاحظ أنه بتاريخ ٢٢ سبتمبر ليس هناك من خيار آخر غير أنك إما أن تكسب ٦,٧٥٠ دولاراً، أو أن تبيع أسهمك بقيمة إجمالية تساوي ١٠١,٧٥٠ دولاراً. كما أنك تستطيع بيع عشرة عقود بسعر ١٠٥ دولارات للتنفيذ، تنتهي بتاريخ ١٩ أكتوبر، وتحصل على مبلغ ١٥٠٠ دولار قيمة العقود. لاحظ كذلك في هذه الحالة أنك قد تبيع الأسهم بسعر ١٠٥ دولارات بتاريخ ١٩ أكتوبر، أو قد تحتفظ بالأسهم وتربح ١٥٠٠ دولار قيمة العقود.

يبدو أن هذه الاستراتيجية تكون دائماً مربحة، فلماذا لا نقوم بإجرائها في كل شهر؟ حيث اتضح لنا أنه في كل حالة لم تكن هناك خسارة، إما أن نبيع الأسهم بسعر جيد، أو نحتفظ بها ونكسب قيمة العقود! في الواقع إن هذا صحيح وبإمكان المستثمر بيع عقود شراء في كل شهر والحصول على قيمتها، إلا أن هناك بعض السلبيات لهذه الاستراتيجية، منها ما يلي:

- قد يضطر الشخص لبيع أسهمه عندما يتجاوز العقد سعر التنفيذ (In-the-Money)، ولا يستفيد من مواصلة السهم للصعود.
- في حالة هبوط السهم بشكل كبير، لن يستطيع الشخص بيع الأسهم قبل أن يخرج من العقود التي قام ببيعها، لأن بائع عقود الشراء ملزم ببيع الأسهم فيما لو رغب المشتري ذلك. في هذه الحالة يمكن الخروج من العقد بشراء عشرة عقود من العقد نفسه، والذي بالطبع سوف يكون سعره أقل من السعر الذي تم البيع به. لماذا؟ لأن سعر السهم نزل عن السابق، وكذلك القيمة الزمنية نقصت عن السابق! فلو أن سعر السهم هبط إلى ٨٠ دولاراً، فقد تكون قيمة العقد ١٠ سنتات، على سبيل المثال، ويتم الخروج من العقد بالشكل التالي:

Buy to Close 10 Calls at $0.10

استراتيجيات أخرى

هناك استراتيجيات أخرى لتداول عقود الخيار فيها مستويات مختلفة من المخاطرة، نكتفي بالتطرق لبعض منها، وعلى من يريد معرفة المزيد من الطرق الأخرى الرجوع إلى بعض الكتب المتخصصة، كتلك المذكورة في قائمة المراجع.

شراء عقود Call و عقود Put

هذه الطريقة بسيطة جداً، حيث كل ما هو مطلوب دفع قيمة العقد، سواء كان عقد شراء أو عقد بيع، والانتظار لبلوغ العقد حالة الربح.

Buy to Open 10 Calls, IBMJT, at $4

بهذه الحالة يدفع المشتري ٤٠٠٠ دولار (١٠×١٠٠×٤=٤٠٠٠) لشراء عقد Call لشهر سبتمبر بسعر ١٠٠ دولار كسعر تنفيذ، وينتظر إلى أن يرتفع السهم بشكل كافٍ، ويرتفع سعر العقود تبعاً لذلك، ليقوم ببيعها بالشكل التالي:

Sell to Close 10 Calls, IBMJT, at $

لاحظ أن المخاطرة الوحيدة هنا هي احتمال خسارة كامل قيمة العقد، ٤٠٠٠ دولار، ويأتي التعويض هنا في خاصية الرفع التي تحدثنا عنها في بداية الفصل. على سبيل المثال لو أن سعر السهم ارتفع إلى ١٥٠ دولاراً خلال فترة العقد فتكون القيمة الجوهرية للعقد وحدها تساوي ٥٠ دولاراً (١٥٠-١٠٠=٥٠ دولاراً)، ويستطيع المشتري بيع العقود ليحصل على ٥٠ ألف دولار (٥٠×١٠٠×١٠=٥٠,٠٠٠ دولار)، مقابل "استثمار" قدره ٤٠٠٠ دولار فقط.

بيع عقود مختلفة وشراؤها

هناك طرق أخرى لن نتحدث عنها بشكل مفصل هنا، تتكون من قيام المستثمر ببيع أو شراءعقود مختلفة ذات خصائص عديدة، لتحقيق أهداف مختلفة. فيما يلي نلقي بعض الضوء عليها لإعطاء القارئ فكرة مبسطة عنها.

- **شراء عقد Call وعقد Put للسهم نفسه، وبسعر التنفيذ نفسه، وللتاريخ نفسه**، وتعرف هذه الطريقة بطريقة السرج (Straddle). بهذه الحالة يستفيد المستثمر من صعود السهم بشكل كبير بسبب بلوغ عقد Call حالة الربح بشكل يكفي لتغطية ما تم دفعه لشراء عقد Put! وفي حالة هبوط السهم بشكل كبير جداً يستفيد المستثمر من بلوغ عقد Put لحالة الربح بشكل يغطي تكلفة ما تم دفعه لشراء عقد Call. إذاً هذه الطريقة قد تستعمل في حالة توقع حركة كبيرة للسهم، إما صعودا أو هبوطاً.
- **شراء عقد Call وعقد Put للسهم نفسه، وبسعر تنفيذ مختلف، وللتاريخ نفسه**، هي الطريقة السابقة نفسها، ولكن بسعر تنفيذ لعقد Put أقل من سعر التنفيذ لعقد Call، وتعرف هذه الطريقة بالطريقة الخانقة (Strangle).
- **شراء عقد Call وبيع عقد Call آخر للسهم نفسه، وبسعر تنفيذ أعلى، وللتاريخ نفسه (أو لتاريخ أخر)**، هنا شراء عقد Call بسعر تنفيذ معين، وبيع عقد Call آخر بسعر تنفيذ أعلى من الأول، وتعرف هذه بطريقة التوزيع الأفقي (Horizontal Spread).
- **شراء عقد Call وبيع عقد Call آخر للسهم نفسه، وبسعر التنفيذ نفسه، ولتاريخ آخر)**، هنا شراء عقد Call بسعر تنفيذ معين لشهر معين، وبيع عقد Call آخر بسعر التنفيذ نفسه ولكن لشهر آخر، وتعرف بطريقة التوزيع العمودي (Vertical Spread).

عقود الخيار على الإنترنت

هناك العديد من المواقع على الإنترنت تقدم معلومات كثيرة عن عقود الخيار بما في ذلك أسعار العقود كسعر العرض وسعر الطلب، وكمية التداول وعدد العقود المفتوحة، وتاريخ انتهاء العقد، وهكذا. تجد كذلك سلسلة العقود التي عن طريقها تستطيع رؤية جميع العقود الخاصة بأي شركة لها عقود خيار.

تجد على الإنترنت كذلك معلومات عن كيفية فهم طبيعة العقود وطرق الاستفادة منها، بما في ذلك عدد من الاستراتيجيات المتقدمة، وتستطيع أن تشارك آخرين الرأي حول جاذبية عقد معين من

عدمها. علاوة على ذلك هناك بعض المواقع التي تمكنك من احتساب القيمة الافتراضية لأي عقد تتابعه، وبذلك تستطيع أن تقدر ما إذا كان سعر العقد معقولاً أم لا. تذكر بأن سعر العقد يحتوي على القيمة الوقتية للعقد والتي ليس بالسهولة تقديرها. فعلى أي أساس يمكن أن تدفع دولارين للقيمة الوقتية لسهم شركة ما، وتدفع ٥٠ سنتا لعقد شركة أخرى؟ هناك معادلات حسابية معينة تستعمل في حساب قيمة العقود، منها على سبيل المثال معادلة بلاك شولز (Black-Scholes Model)، والتي تقدمها بعض المواقع مجاناً لزوارها.

ومن أفضل المواقع المجانية مركز عقود الخيار في موقع [ياهو] على العنوان http://biz.yahoo.com/opt، والذي يقدم العديد من الفقرات الإخبارية الخاصة بعقود الخيار، إلى جانب قائمة بأنشط العقود وساحة للنقاش حول طرق الاستفادة من عقود الخيار، وتقويم كامل بالتواريخ الخاصة بعقود الخيار. وهناك موقع متميز لعقود الخيار تجده على العنوان (http://www.optionetics.com) بتكلفة شهرية تساوي حوالي ٥٠ دولاراً، وهو متخصص في مواضيع عديدة عن عقود الخيار، منها خدمة تحليل عقود الخيار، والتي تتيح البحث عن عقود خيار معينة وتقدم استراتيجيات محددة حسب توقعات الشخص عن وضع السهم لشركة ما. على سبيل المثال، تستطيع أن تبحث عن أفضل استراتيجية للتعامل مع عقود شركة ما عندما يكون لديك اعتقاد بأن سعر السهم قد يرتفع خلال الثلاثين يوماً القادمة، وترغب باستراتيجية متوسطة الخطورة وألا تخاطر بأكثر من ١٠٠٠ دولار. عندها قد يقترح عليك البرنامج الدخول في استراتيجية توزيع أفقي أو باستخدام الطريقة الخانقة أو غيرها من الاستراتيجيات التي تطرقنا لها قبل قليل. بل إن البرنامج يحدد لك بالضبط رمز العقد أو العقود المطلوبة، ويبين التكلفة ونسبة المخاطرة.

الخلاصة

سوق عقود الخيار لا يناسب كل شخص، وهناك خطورة بالغة للتعامل في عقود الخيار لمن لا يحدد أهدافه بوضوح ويتبع الاستراتيجيات المناسبة. وعقود الخيار ليست في الواقع وسائل استثمار على الإطلاق، لأن الاستثمار له قواعده الخاصة والتي منها ملكية الأصل من قبل المستثمر، وعدم خسارة تلك الملكية مع مرور الوقت. فعندما تملك أسهم شركة ما، فإنك في واقع الأمر تملك حصة معينة من تلك الشركة تبقى ملكاً لك مدى الحياة، أو إلى أن تزول الشركة بسبب الإفلاس أو ما في حكمه. ولكن هناك فوائد هامة لعقود الخيار قد يجد بعض المستثمرين فائدة منها. من تلك الفوائد، كما ذكرنا، المحافظة على رأس المال والمضاربة برأس مال قليل لتحقيق قدر كبير من الأرباح.

بأي حال من الأحوال إن من الضروري جداً قراءة هذا الفصل مرة أخرى والتأكد من فهم طبيعة التعامل في عقود الخيار قبل البدء بتداولها.

نظرة شرعية

وجهة النظر الشرعية السائدة هي أن عقود الخيار بجميع أشكالها غير شرعية، وذلك من منطلق أنه لا توجد عقود شبيهة بها في الشريعة الإسلامية، وإنها ليست أصول حقيقية بل مجرد طريقة للاستفادة من تقلب الأسعار. ولكن أخذاً بمبدأ الأعمال بالنيات، يمكننا اعتبار عقد خيار الشراء مجرد عربون (أو دفعة مقدمة) يدفعه المشتري بنية شراء الأصل في وقت لاحق إن سمحت الظروف بذلك. وهذا شبيه بعربون شراء منزل أو سيارة أو غيرها من السلع، حيث يمكن للمشتري أن يغير رأيه ولا يشتري السلعة فيخسر قيمة العربون. أليس العربون جائزاً شرعاً؟ ثم ماذا لو أن شخصاً آخر راغب في شراء السلعة قام بشراء العربون بحد ذاته من صاحبه بثمن أعلى، ربما لكونه راغباً في امتلاك السلعة، أليس هذا من البيع المباح؟ أليست قيمة العربون جزءاً من السلعة؟ وإن كل الذي حصل هو أن ارتفع ثمن السلعة، وبذلك ارتفع ثمن العربون؟

أما بالنسبة لعقد خيار البيع Put، فيمكن اعتباره تأميناً ضد خسارة رأس المال في سلعة يملكها الشخص، وحكمه مثل حكم التأمين (إن كان التأمين حلالاً فعقد خيار البيع حلال). وهناك عقود تسمى عقود السلام يعتبرها البعض شرعية وتؤدي إلى تحقيق الهدف نفسه المتحقق من عقود خيار البيع.

ولا نقصد هنا بالضرورة أن جميع أشكال عقود الخيار شرعية، ولا أن جميع طرق تداولها شرعية، بل نقول إن بالإمكان تنظيم طريقة عملها لتأخذ الصيغة الشرعية المقبولة، فنبتعد عن تداول العقود العارية وننوي الشراء في حالة عقد الشراء، إن كان الشراء في النهاية مربحاً لنا، أو عدم الشراء إن تغير سعر السلعة بما يضر بمصالحنا.

الفصل السابع عشر

السندات

في هذا الفصل

- هل من الضروري للمستثمر معرفة السندات كوسيلة استثمارية؟
- ما هي أنواع السندات؟ وما خصائصها؟
- كيف نقوم بحساب العائد على السند، وما المقصود بعائد الاستحقاق؟
- ما المقصود بمنحنى عائد الاستحقاق؟ وما أهميته في معرفة حالة الأسهم والوضع الاقتصادي العام؟



(Bonds) هي إحدى أهم وسائل التمويل المالي المتوفرة للشركات والحكومات وأقدمها، والتي عن طريقها تستطيع هذه الجهات الحصول على رأس المال اللازم للنمو والتطوير والمنافسة. فبالنسبة للحكومات فهي عادة تلجأ إلى السندات لتغطية ما عليها من ديون قصيرة الأجل أو لتنفيذ ماالديها من مشاريع تنموية. ولأن الحكومات لا تستطيع اصدار أسهم لرفع رأس مالها، كما تفعل الشركات، فإن خيار السندات دائما هو المفضل لدى الحكومات. علاوة على ذلك وبسبب قوة الحكومات ككيان سياسي واقتصادي يمكن الاعتماد عليه، فإنها تستطيع عادة أن تصدر سندات بتكلفة أقل من التكلفة التي تدفعها الشركات. أي أن الحكومات تستطيع أن تبيع سندات تعطي عائداً أقل من السندات التي تصدرها الشركات، بسبب الأمان المتوقع لرأس المال إذا كانت الجهة المصدرة للسندات جهة حكومية قوية (كحكومة الولايات المتحدة). وكما علمنا أنه كلما قل عامل المخاطرة في الاستثمار قل العائد الممكن من الاستثمار. السبب الآخر لقبول السندات الحكومية وقوة شعبيتها يعود لميزتها الضريبية، حيث إنه في كثير من الأحيان لا يقوم المستثمر بدفع ضرائب على أرباحه المتحققة من الاستثمار في السندات الحكومية.

وبالنسبة للسندات التي تصدرها وزارة المالية (أو الخزينة) الأمريكية، فإن لها مسميات معينة تأتي حسب فترة الاستحقاق الخاصة بكل نوع. فإذا كانت السندات مستحقة خلال عام واحد من تاريخ

اصدارها، فإنها تسمى أذونات الخزينة (Treasury Bills)، وإذا كانت المدة بين عام واحد إلى عشرة أعوام، فإنها تسمى أوراق الخزينة (Treasury Notes)، وإذا كانت مدتها أكثر من عشر سنوات فإنها تسمى سندات الخزينة (Treasury Bonds). وبالإمكان شراء هذه السندات مباشرة عن طريق وزارة المالية الأمريكية أو عن طريق الإنترنت، بدون دفع عمولة لأي وسيط.

هل من الضروري معرفة السندات؟

السندات هي مجرد وسيلة من وسائل الاستثمار، ولكن نظراً لاختلافها الكبير عن الأسهم، فإنها عادة تستخدم كأداة مكملة لمحفظة المستثمر المالية، حيث يقوم المحترفون غالباً بتخصيص نسبة معينة من محافظهم المالية للسندات، ونسبة معينة للأسهم، والباقي يحتفظون به بشكل نقدي. والسبب يعود إلى تفاوت نسبة العائد بين الوسيلتين، والذي يكون غالباً (وليس دائماً) في الاتجاه المعاكس. فعند ارتفاع الأسهم تنخفض السندات، والعكس صحيح.

وينصح البروفيسور برتون مالكيل[١] بأن تكون نسبة المال المخصص للاستثمار في السندات تتماشى مع عمر الشخص. فلمن هو في العشرينات من عمره يحتاج إلى ٢٠% من رأس المال في السندات و ٦٥ % في الأسهم، والباقي يوزع في استثمارات أخرى. ولمن هو في أواخر الثلاثينات وأوائل الأربعينات يحتاج إلى ٣٠% في السندات و ٥٥% في الأسهم، وهكذا تزداد نسبة السندات من رأس المال مع تقدم العمر إلى أن تصبح ٥٠% مقابل ٢٥% في الأسهم لمن هم فوق الستين من العمر.

السبب الآخر لضرورة معرفة بعض الشيء عن السندات يعود لإمكانية الاستفادة من العائد على السندات كمؤشر للحالة الاقتصادية في البلاد، الأمر الذي بلا شك له تأثير كبير على الأسهم وكافة الاستثمارات. وسوف نتحدث بشكل مفصل عن طبيعة العلاقة بين السندات، والحالة الاقتصادية، ومعدل الفائدة، وسعر الأسهم فيما يلي.

خصائص السندات

السندات هي أداة دين تصدرها الشركات والحكومات ويتم شراؤها من قبل المستثمرين من الأفراد والمؤسسات. بمعنى أن المستثمرين يقرضون أموالهم لتلك الشركات المصدرة للسندات مقابل الحصول على عائد مالي معين يتم تحديده في كل سند، يطلق عليه مسمى عائد الكوبون (Coupon Interest Payment)، أو العائد الاسمي للسند (Nominal Yield). وكل سند له

[1] Burton Malkiel هو مؤلف كتاب A Random Walk Down Wall Street، وطريقته هذه تعرف بدليل دورة حياة الاستثمار.

قيمة اسمية معينة (Par Value) تساوي عادة ١٠٠٠ دولار للسند الواحد، وتاريخ استحقاق معين (Maturity Date)، عنده تتم إعادة رأس المال (١٠٠٠ دولار عن كل سند) لمن يحمل ذلك السند. ونظراً لاختلاف سعر السند من وقت لآخر، حسب قوى العرض والطلب وتغير معدل الفائدة العام، فإن العائد على السند يتغير من وقت لآخر. ففي أي وقت من الأوقات يمكننا حساب العائد الجاري (Current Yield) على السند، وذلك بقسمة العائد الاسمي للسند على السعر الحالي للسند. وقد يكون أهم عائد ينظر إليه هو عائد الاستحقاق (Yield-to-Maturity)، والذي يشير إلى نسبة العائد المتوقع على السند لو أن المستثمر احتفظ بالسند حتى نهاية تاريخ الاستحقاق.

ملخص لخصائص السندات

- السند (Bond): أداة دين تباع من جهة ما، وتشترى من قبل المستثمرين كافة.
- تاريخ الاستحقاق (Maturity Date): التاريخ الذي عنده يعاد رأس المال للمستثمر، ويختلف من بضعة أيام إلى ٣٠ عاماً.
- القيمة الاسمية (Par Value): هي القيمة التي أصدر فيها السند، عادة تساوي ١٠٠٠ دولار، وأحياناً ٥٠٠٠ دولار.
- السعر الحالي (Current Price): هو السعر الذي يتم فيه تداول السند في سوق السندات في أي وقت من الأوقات، والذي قد يكون أعلى من القيمة الاسمية أو أدنى منها.
- العائد الاسمي (Nominal Yield): نسبة الفائدة المحددة للسند عند صدوره.
- العائد الجاري (Current Yield): هو ناتج قسمة العائد الاسمي على السعر الحالي للسند.
- عائد الاستحقاق (Yield-to-Maturity): العائد الكلي المتحقق عند الاحتفاظ بالسند حتى تاريخ الاستحقاق، ويرمز له بالأحرف (YTM).
- تقييم السند (Bond Rating): تقييم يمنح للسند حسب قوة الجهة المصدرة له، ويصدر التقييم من شركة [موديز] Moody's، وشركة [أس آند بي] ويعتبر التقييم AAA أعلى تقييم، و B ضعيف. أما CC أو C فهي تمنح للسندات الضعيفة جداً، و التقييم D للسندات المنكفئة (المفلسة).

مثال: أصدرت شركة IBM سندات تنتهي بعد ١٥ عاماً، بعائد اسمي يساوي ١٠%، وقيمة ١٠٠٠ دولار لكل سند. في هذه الحالة يحصل من يشتري سنداً واحداً بقيمة ١٠٠٠ دولار على عائد سنوي يساوي ١٠٠ دولار حتى نهاية الخمس عشرة عاماً وبعدها يستعيد رأس المال البالغ ١٠٠٠ دولار.

قد يظن القارئ، بالرجوع إلى هذا المثال، أن العملية التالية لحساب العائد صحيحة، وهي ليست كذلك: يبدو أن المستثمر (في هذا المثال) يحصل على ١٥٠٠ دولار كإجمالي فائدة على مدى ١٥ عاماً (١٥ عاماً × ١٠٠ دولار= ١٥٠٠ دولار)، ومن ثم يستعيد ١٠٠٠ دولار قيمة السند، أي أن الألف دولار التي يستثمرها في هذا السند تحقق مبلغ ٢٥٠٠ دولار في نهاية الأمر. وقد نقول خطأً بأن العائد الكلي بعد ١٥ عاماً يساوي ١٥٠٪! ولكن هناك عدة أخطاء في هذا التحليل.

- **من الواضح أن الفائدة على السند تأتي مرة واحدة في كل عام، وكما رأينا عندما تحدثنا عن القيمة الحاضرة لمبلغ من المال (Present Value) بأن ١٠٠ دولار بعد عام تكون قيمتها في الوقت الحاضر أقل من ١٠٠ دولار، وأن معدل الفائدة المتوقع هو الذي يحدد مدى اختلاف السعر الآجل عن السعر الحاضر.**
- **لمعرفة القيمة الحقيقية للمبالغ المالية التي يحصل عليها المستثمر، وهي ١٠٠ دولار كل سنة لمدة ١٥ عاماً، ومبلغ ١٠٠٠ دولار بعد ١٥ عاماً، يجب أن نحسب القيمة الحاضرة لمبلغ ١٠٠٠ دولار مستحق بعد ١٥ عاماً. ومن ثم يجب أن نحسب القيمة الحاضرة لمبلغ ١٠٠ دولار بعد عام، ومبلغ ١٠٠ دولار بعد عامين، ومبلغ ١٠٠ دولار بعد ثلاثة أعوام، وهكذا حتى نحسب قيمة ١٠٠ دولار مستحقة بعد ١٥ عاماً!**

هذه الطريقة الحسابية تحسب كالتالي، مع ملاحظة أن مصطلح "قيمة حاضرة (١٠٠، ١ عام)" تعني القيمة الحاضرة لمبلغ ١٠٠ دولار مستحق بعد عام واحد:

قيمة السند الحاضرة = قيمة حاضرة (١٠٠، ١ عام) + قيمة حاضرة (١٠٠، ٢ عام) + ... + قيمة حاضرة (١٠٠، ١٥ عاماً) + قيمة حاضرة (١٠٠٠، ١٥ عاماً)

عندما يتغير معدل الفائدة العام في البلاد فإن القيمة الحاضرة تتغير تبعاً لذلك. فلو كان معدل الفائدة الحالي ١٠٪ لسند قيمة عائده الاسمية ١٠٪، فإن قيمة السند تبقى بمقدار ١٠٠٠ دولار، ونقول بأن عائد الاستحقاق (YTM) يساوي ١٠٪. ولكن لو ارتفع معدل الفائدة إلى ١٢٪ بعد فترة من الزمن، فإن قيمة السند سوف تكون بالضرورة أقل من ١٠٠٠ دولار. لماذا؟ السبب هو أن العائد على السندات الجديدة (وكذلك العائد على شهادات الإيداع وغيرها) أصبح يعطي عائدا منافساً لعائد ذاك السند، بل إن السندات الجديدة بجودة السند نفسه تعطي عائداً يساوي ١٢٪، وذلك أفضل من ١٠٪ العائد لهذا السند. إذاً فلا بد لقيمة السند أن تنخفض لتعوض عن خسارة العائد الناتجة عن ارتفاع معدل الفائدة.

وعلى العكس من ذلك نجد فيما لو أن معدل الفائدة انخفض إلى ٨٪، فإن السندات الجديدة سوف تصدر بعائد اسمي يساوي ٨٪، مقابل ١٠٪ للسند القديم. إذاً لابد لقيمة السند القديم أن ترتفع (نتيجة إقبال الناس على شرائه) فينخفض عائده ليساوي ٨٪. أو قد ننظر إلى هذه العلاقة

العكسية بالشكل التالي: في حالة ارتفاع معدل الفائدة، فلا بد لسعر السند أن ينخفض نظراً لهجرة الأموال من السند القديم إلى سندات جديدة تعطي عائداً أفضل. وفي حالة انخفاض معدل الفائدة، فإن سعر السند يرتفع نظراً لرغبة المستثمرين بشراء ذلك السند الذي يعطي فائدة أعلى من السندات الجديدة!

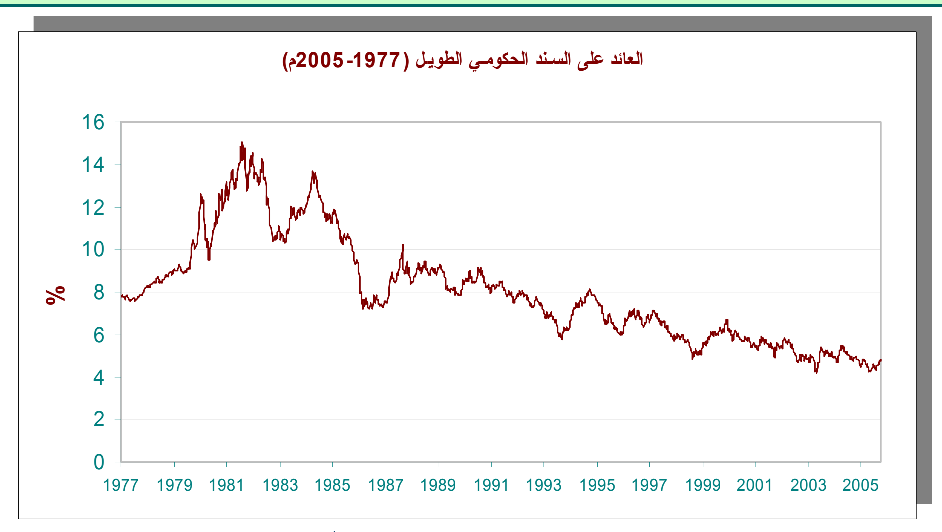
أيهما تشتري؟

لو كان هناك سندان، الأول مدته عام واحد وقيمته الحالية ١٠٠٠ دولار وعائده الاسمي ٣%، والثاني مدته ١٠ سنوات وقيمته الحالية كذلك ١٠٠٠ دولار، لكن عائده الاسمي ٥%، وعلى فرض أن لديك مبلغ مليون دولار لا تحتاجها إلاّ بعد عام وتود أن تستثمرها بطريقة آمنة، فهل تشتري السند الأول، الذي يمنحك في نهاية العام فائدة بمقدار ٣٠ ألف دولار، أم الثاني الذي يمنحك فائدة بمقدار ٥٠ ألف دولار؟

يبدو أن الأفضل شراء السند الثاني، ولكن هنا يأتي الخطأ في فهم طريقة عمل السندات، وهي أن مدة الاستحقاق مختلفة بين السندين. فالأول سيقوم بإرجاع رأس المال كاملاً في نهاية العام، بينما في نهاية العام قد يرتفع أو ينخفض سعر السند الثاني، وبذلك لا يستطيع الشخص أن يضمن عودة رأس المال بالكامل.

وأحياناً حتى لو أن السند الثاني (الذي مدته ١٠ سنوات) يمنح فائدة أقل من السند المستحق بعد عام، والذي يمنح فائدة أعلى، فقد يكون القرار الصائب شراء السند الطويل، وذلك يعود بسبب تخوف المستثمر من هبوط معدلات الفائدة بشكل كبير، ويود أن يضمن معدل فائدة مرتفع نسبياً لمدة أطول.

لذا فإن ما يتابعه المستثمرون في الواقع هو عائد الاستحقاق (YTM) على السندات في أي وقت من الأوقات. فتجد أن عائد الاستحقاق للسندات الحكومية لـ ٣٠ عاماً (30-year Treasury Bonds)، والذي يعرف بالسند الطويل، ينشر عائده يومياً في الصحف المالية، ويتابع باهتمام من قبل كافة المستثمرين. يبين الشكل ١٧-١ عائد الاستحقاق على سندات (٣٠ عاماً) الحكومية منذ عام ١٩٧٧م وحتى نوفمبر ٢٠٠٥م، والذي يشير إلى أن العائد في حالة هبوط مستمر. معنى ذلك أن شراء السندات خلال السنوات الماضية كان مجدياً نظراً لارتفاع أسعارها، حيث ذكرنا أن سعر السند يعاكس اتجاه عائد الاستحقاق.



الشكل ١٧-١: عائد الاستحقاق لسندات الخزينة الأمريكية لمدة ٣٠ عاماً.

أنواع السندات

هناك أنواع عديدة من السندات، نستعرضها بشكل سريع فيما يلي.

سندات بمعدل فائدة متغير Floating Rate Bonds

في هذا النوع من السندات يتغير معدل الفائدة حسب تقلبات معدلات الفائدة، فقد يحدد معدل فائدة معين للسند لفترة ثلاثة أشهر، ومن ثم تقوم الجهة المصدرة للسندات بتغييره ليتناسب مع معدل الفائدة العام. إلا أن هذا النوع من السندات أقل شعبية من السندات العادية.

سندات بدون فائدة Zero-Coupon-Bonds

هي سندات تصدرها بعض الشركات والوكالات الحكومية لا تمنح فائدة دورية كالمعتاد، بل يحصل المستثمر عند الاستحقاق على رأس المال إضافة إلى فائدة معينة حسب قيمة السند عند الشراء. وغالباً هذه السندات تباع بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، فبدلاً من دفع ١٠٠٠ دولار للسند الواحد يدفع المستثمر فقط ٩٠٠ دولار، وعند الاستحقاق يحصل على ١٠٠٠ دولار مقابل كل سند. وبالرغم من أن هذه السندات لا تدفع فائدة دورية إلاّ أن على المستثمر دفع ضرائب مقابل الفائدة المفترضة في كل عام. وهناك أنواع من هذه السندات تكون معفاة من الضرائب، وهي عادة سندات تقوم باصدارها بلديات المدن.

سندات قابلة للتحويل Convertible Bonds

تصدر بعض الشركات سندات يستطيع المستثمر تحويلها إلى أسهم من أسهم الشركة نفسها وبطريقة حسابية معينة، بعد فترة محددة من الزمن. الفائدة الحقيقية لهذا النوع من السندات إن الشركة المصدرة للسندات تستطيع أن تقدم معدل فائدة منخفض مقابل هذه الخاصية.

سندات قابلة للاستدعاء Callable Bonds

بعض الشركات تصدر سندات معينة تسمح للشركة باسترجاعها في المستقبل، حيث تقوم الشركة بدفع كامل رأس المال للمستثمرين وتزيد عليه مبلغاً محدداً من المال كتعويض عن سحب السندات. والسبب الذي يجعل الشركات تقدم هذا النوع من السندات هو أنها تعتبر طريقة للتخلص من الديون، خصوصاً عندما تنخفض معدلات الفائدة بشكل كبير وتجد الشركة نفسها تدفع فائدة باهظة لمستثمري السندات لديها، فتقوم باستدعائها. وأحياناً تقوم الشركة باصدار سندات جديدة بمعدل فائدة أقل من السابق.

سندات مضمونة Secure Bonds

هي سندات تصدرها الشركات بضمان معين، كعقار أو معدات ضخمة أو أساطيل طائرات أو غيرها من الأصول ذات القيمة، وذلك لبعث الثقة فيها، وبالتالي المقدرة على اصدارها بمعدل فائدة منخفض.

سندات غير مضمونة Unsecure Bonds

تسمى Debentures، وهي سندات تصدرها الشركات القوية عطفاً على مصداقيتها وقوة مراكزها المالية، أو تصدرها الشركات الصغيرة ولكن بتعويض حملة السندات بمعدل فائدة أعلى نسبياً مما هو متاح بطرق أخرى. وفي حالة تصفية الشركة بسبب الإفلاس فإن حملة السندات المضمونة لهم الأولوية في أصول الشركة، يليهم حملة السندات غير المضمونة، وأخيراً حملة الأسهم.

كيفية حساب عائد الاستحقاق (YTM)

في نهاية عام ٢٠٠٠م كانت سندات ٣٠ عاماً الحكومية الصادرة بفائدة اسمية تساوي ٦,٢٥٪، تباع بسعر ١١٠٠ دولار للسند الواحد، وهي سندات مستحقة بعد حوالي ٢٩ عاماً ونصف. ما هو العائد الجاري لهذه السندات؟

يحسب العائد الجاري بقسمة مبلغ الفائدة الاسمية على السعر الحالي للسند، كما يلي:

مبلغ الفائدة الاسمية = ٦,٢٥٪ × ١٠٠٠ دولار = ٦٢,٥٠ دولار

العائد الجاري = ٦٢,٥٠ دولار / ١١٠٠ دولار = ٥,٦٨%

لاحظ أن العائد الجاري قد انخفض بينما سعر السند قد ارتفع، والسبب أن معدل الفائدة السائد في البلاد قد انخفض قليلاً مما جعل هذا السند جذاباً للمستثمرين، وارتفع سعره وانخفض العائد الجاري له اوتوماتيكياً.

كم هو عائد الاستحقاق لهذه السندات؟

يحسب عائد الاستحقاق بالاستعانة بآلة حاسبة مخصصة للحسابات المالية، ولكن نستطيع أن نقرب عملية حسابه باستخدام المعادلة التالية:

$$YTM = [I+(M-V)/n] / [(M+2V)/3]$$

مع تعريف المتغيرات كما يلي:

I = مبلغ الفائدة الاسمية على السند.

M = القيمة الاسمية للسند.

V = السعر الحالي للسند.

n = المدة المتبقية للاستحقاق.

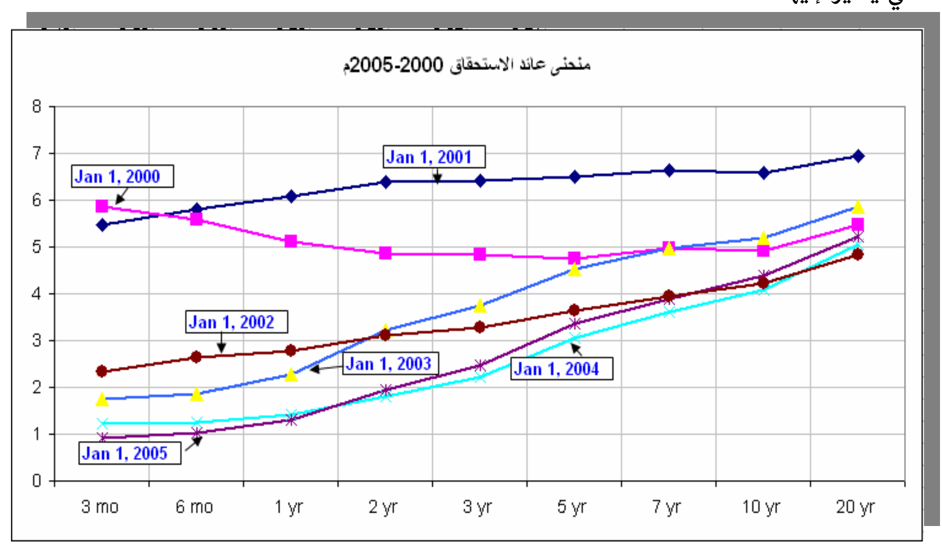
باستخدام هذه المعادلة نستطيع أن نحسب عائد الاستحقاق (YTM) لسندات ٣٠ عاماً الحكومية باستخدام القيم التالية: I = ٦٢,٥٠ دولار، M = ١٠٠٠ دولار، V = ١١٠٠ دولار، n = ٢٩,٥٠ عام، وبذلك نحصل على YTM = ٥,٥٢%.

لاحظ أن عائد الاستحقاق انخفض كذلك من ٦,٢٥% عند اصدار السندات، إلى ٥,٥٢% حالياً، وأن سعر السند قد ارتفع من ١٠٠٠ دولار عند اصداره إلى ١١٠٠ دولار حالياً. وهذه التغيرات هي التي تحدث يومياً في سوق السندات نتيجة التقلبات الاقتصادية المختلفة. وكلما قام البنك المركزي، برفع معدل الفائدة في البلاد للحد من التضخم، فإن النتيجة هي أن تنخفض أسعار السندات، ويزيد عائد الاستحقاق، والعكس صحيح.

منحنى عائد الاستحقاق (Yield Curve)

نسمع كثيراً من المحللين عن منحنى عائد الاستحقاق، وإنه في أي وقت من الأوقات يكون شكل هذا المنحنى إما صاعداً أو هابطاً أو مفلطحاً، فماذا يقصد المحللون بهذه التعابير؟ وهل لهذه

الملاحظات فائدة في عالم الاستثمار؟ بالطبع إن الجواب نعم، ويعود ذلك لطبيعة المنحنى والدلائل التي يشير إليها.



الشكل ١٧-٢: عدة أشكال لمنحنى عائد الاستحقاق.

منحنى عائد الاستحقاق بكل بساطة هو شكل بياني لمعدلات الفائدة على أدوات دين مختلفة، لفترات استحقاق تبدأ من شهر واحد إلى ٢٠ أو ٣٠ عاماً. يبين الشكل ١٧-٢ عدة أشكال لمنحنى عائد الاستحقاق للسندات الحكومية، حيث قمنا هنا بوضع تواريخ الاستحقاق على المحور الأفقي، ومعدل الفائدة لكل أداة دَين على المحور الرأسي، وقمنا برسم ستة منحنيات لعائد أداة الدَين لستة أيام مختلفة، أي أننا ندرس الوضع لستة منحنيات حسب ست فترات زمنية. على سبيل المثال، العائد لسندات عام واحد كان حوالي ١,٢٥% في ١ يناير ٢٠٠٥م، وقرب ٢% في ١ يناير ٢٠٠٢م، وحوالي ٥% في ١ يناير ٢٠٠٠م، وهكذا.

إن الشكل الطبيعي للمنحنى هو أن تكون معدلات الفائدة على المدى القصير أقل من معدلات الفائدة على المدى الطويل، وذلك لأن من يرضى بإيداع ماله لفترة طويلة، فهو بلا شك يتوقع أن يمنح عائداً مرتفعاً مقابل المخاطرة بالقبول بمعدل فائدة ثابت طوال هذه الفترة (راجع ما ذكرنا في فقرة "أيهما تشتري؟" في صفحة ٣٩٥). لذا فإن الشكل الطبيعي للمنحنى هو أن يكون صاعداً، أي أن العائد على أدوات الدَين قصيرة الأجل (كشهادات الإيداع وأذونات الخزينة) أقل من ذلك المتحقق عن طريق أدوات الدَين طويلة الأجل (كالسندات الطويلة). مثال ذلك ما نراه في المنحنيات الظاهرة في الشكل أعلاه، عدا يوم ١ يناير ٢٠٠٠م، ويدل ذلك على أن الاقتصاد يمر بمرحلة نمو طبيعية ولا يوجد هناك تخوف من تضخم غير عادي في الأسعار أو معدلات البطالة وغيرها.

أما إذا أتى المنحنى بشكل صاعد حاد، فإن ذلك يؤخذ غالباً على أن الاقتصاد مقبل على حركة ازدهار ونمو مما قد يضطر البنك المركزي إلى رفع معدل الفائدة، وبالتالي تكون السندات طويلة الأجل غير جذابة. لاحظ أن السبب خلف ارتفاع معدلات الفائدة للسندات طويلة الأجل يعود لقيام المستثمرين ببيع هذه السندات (فيرتفع عائدها)، وذلك لرغبتهم في شرائها لاحقاً عندما ترتفع معدلات الفائدة. ولأنهم يقومون بشراء السندات قصيرة الأجل بتلك الأموال المتحققة من بيع السندات طويلة الأجل، فطبيعي أن تنخفض عوائد السندات قصيرة الأجل. وهذا في الواقع ما رأيناه في ١ يناير ٢٠٠٥م والذي تلاه كما حدث بالفعل رفع معدلات الفائدة عدة مرات.

أما إذا كان شكل المنحنى هابطاً (ويسمى Inverted)، أي أن العائد على أدوات الدَين قصيرة الأجل أعلى من العائد على أدوات الدَين طويلة الأجل، وهو أقل حدوثاً من أشكال المنحنيات الأخرى، فيدل ذلك على أن التوقعات تشير إلى احتمال لجوء البنك المركزي إلى خفض معدلات الفائدة في الفترات القادمة، بسبب تخوفه من حدوث تراجع أو انحسار في الاقتصاد. لذا فإن ذلك يؤدي إلى قيام المستثمرين ببيع السندات قصيرة الأجل (فيرتفع معدل فائدتها) وشراء السندات طويلة الأجل (فينخفض معدل فائدتها)، وذلك للاستفادة مما تمنحه السندات طويلة الأجل من معدلات فائدة مرتفع نسبياً[٢]. وبشكل عام يعتبر تخفيض معدل الفائدة إيجابياً لحركة الأسهم، ولكن إذا كان التخفيض بسبب احتمال تباطؤ أو كساد شديد فإن ذلك لا يعد إيجابياً للأسهم، وهو ما نراه أعلاه (١ يناير ٢٠٠٠م في الشكل) حيث كان معدل الفائدة لمدة ٣ أشهر حوالي ٦٪، بينما معدل الفائدة لمن يشتري سندات مستحقة بعد سنتين كان أقل من ٥٪! *حاول تفسير سبب إمكانية الحصول على فائدة بنسبة ٦٪ لمن يحتفظ في السند لمدة ٣ أشهر مقابل الحصول على فائدة أقل بكثير لمن يحتفظ بالسند لمدة أطول!* أليس الأفضل شراء سندات ٣ أشهر بدلاً من المدة الأطول؟ السبب هو لأنه من المتوقع خفض معدل الفائدة في الأشهر القادمة، فكثير من المشتثمرين يودون الحصول على معدل الفائدة على المدى الطويل ليضمنوا معدل فائدة مرتفع نسبياً، وبالنسبة للمقترضين فإنهم لا يودون الاقتراض بسعر عالٍ وهم يعلمون (أو يعتقدون) أن معدل الفائدة سينخفض لاحقاً.

أخيراً هناك أوقات يكون فيها المنحنى شبه مستقيم (أو مفلطح Flat)، مما يعني أن معدلات الفائدة متشابهة ولا يبدو هناك توجه واضح لحالة الاقتصاد، ولا تستمر هذه الحالة طويلاً حيث سرعان ما تظهر مؤشرات تبين التوجه العام للاقتصاد والوجهة التي ستسلكها معدلات الفائدة[٣]. في مثل هذه الحالة يلجأ مستثمرو السندات لشراء السندات القوية (ذات التقييم العالي) لتحقيق أعلى ربح ممكن مقابل المخاطرة التي يتعرضون لها.

---

[2] تذكر بأن العلاقة دائماً عكسية بين سعر السند ومعدل الفائدة.

[3] وهذا ما كان عليه الوضع في أواخر ٢٠٠٥م، حيث كانت سندات ٣ أشهر تمنح حوالي ٣,٨٪ بينما سندات ٣٠ عاماً تمنح حوالي ٤,٦٪، بفارق بسيط.

ولأن المنحنى يتغير باستمرار فلا بد من رسمه من جديد بين فترة وأخرى، ولحسن الحظ أن هناك من يقوم بذلك باستمرار، منها ما تجده على العنوان التالي:

http://www.stockcharts.com/charts/YieldCurve.html

حيث ستجد أن الموقع يستخدم برامج "جافا" لعرض المنحنى بشكل متحرك، ويقارنه بمؤشر [أس آند بي ٥٠٠]، لرؤية العلاقة بين المنحنى وأسعار الأسهم. وتستطيع الحصول على بيانات رسمية عن معدل الفائدة عن طريق وزارة المالية الأمريكية، على العنوان:

http://www.ustreas.gov/domfin/hist1yc.htm

قراءة أسعار السندات

توجد أسعار السندات في أماكن كثيرة منها الصحف المتخصصة الأمريكية، كصحيفة Wall Street Journal، وصحيفة Investors Business Daily. يبين المثال التالي كيفية قراءة سعر سند خاص بشركة جنرال موتورز (GM):

سندات جنرال موتورز مستحقة في يوليو ٢٠٣٣م

Issuer name	Symbol	Coupon%	Maturity	Rating	Last	Chg	Yield%
General Motors	GM.HB	8.375	Jul 2033	B1/BB-	70.312	0.762	12.113

- تم اصدار هذه السندات من قبل شركة GM، ورمزها GM.HB.
- القيمة الاسمية للكوبون تساوي ٨,٣٧٥٪ مما يعني أن الفائدة السنوية لهذه السندات ٨٣,٧٥ دولار مقابل كل سند بقيمة ١٠٠٠ دولار.
- تاريخ الاستحقاق لهذا الكوبون هو يوليو عام ٢٠٣٣م.
- السعر الحالي للسند ٧٠٣,١٢ دولار، ودائماً تعرض الأسعار كنسبة من السعر الأصلي (في هذه الحالة (٧٠,٣١٢٪ × ١٠٠٠ دولار)، وبالنسبة للسندات الحكومية فإن أسعارها تعرض على الشكل التالي: ٨ ٩٤، وتعني ٩٤ دولاراً و ٨/٣٢ من الدولار، أي ٩٤ دولاراً وربع الدولار).
- بما أن الفائدة المستحقة ٨٣,٧٥ دولار سنوياً، وسعر السند ٧٠٣,١٢ دولار، فإن العائد الجاري (Current Yield) يساوي ١١,٩١٪.

- عائد الاستحقاق يساوي حالياً ١٢,١١٢%، مما يعني أن من يشتري السهم اليوم ويحتفظ به حتى تاريخ الاستحقاق، سيحقق عائداً سنوياً تراكمياً بهذا المقدار (قارن ذلك بما يمكن أن تحصل عليه عن طريق ودائع البنوك).
- التقييم الحالي لهذه السندات متوسط، فشركة [موديز] منحتها تقييم B1، بينما شركة [أس آند بي] منحتها -BB.

هل السندات مربحة؟

كما علمنا أن العائد لأي وسيلة استثمارية يعتمد على مدى المخاطرة التي ممكن للشخص أن يتحملها. فهناك سندات يمكن أن تمنح عائداً سنوياً يتعدى ٥٠% ولكن بخطورة عالية. على سبيل المثال، أمامي الآن (في نوفمبر ٢٠٠٥م) سندات لشركة Huntsman Packaging مستحقة في يونيو ٢٠١٠م بفائدة سنوية (الفائدة الاسمية للسند) بمقدار ١٣%. ليس ذلك فحسب، بل وبسعر حالي يساوي ١٩٥ دولاراً (بدلاً من ١٠٠٠ دولار وقت الاصدار). والعائد على هذه السندات أكثر من ٨٢%، هذا يعني أن بالإمكان اليوم دفع ١٩٥ دولاراً فقط والحصول سنوياً على ١٣٠ دولاراً لمدة حوالي ٤,٥ سنة، ومن ثم الحصول على ١٠٠٠ دولار في نهاية المدة! ولكن المخاطرة هنا تأتي بسبب التقييم الضعيف الممنوح لهذه السندات (-CCC)، لذا فإن احتمال عدم عودة رأس المال وارد هنا، واحتمال عدم الحصول على الفائدة الدورية وارد كذلك. وهناك سندات أخرى مستحقة خلال أشهر قليلة من الممكن أن تمنح عائداً يتجاوز ٥ أو ١٠ أضعاف رأس المال ولكن احتمال إفلاس الشركة فيها وارد بشكل كبير وهذه السندات من النوع غير المضمون، Debentures.

الأسعار عن طريق الإنترنت

بالإمكان متابعة أسعار السندات الحكومية عن طريق بعض المواقع المتخصصة على الإنترنت، وسوف تجد بعضاً منها في موقع [ياهو] أو في مواقع وسطاء السندات، أو حتى وسطاء الأسهم مثل E*Trade. فمن خلال هذه المواقع يمكن البحث عن أي نوع من السندات حسب الجهة المصدرة، وحسب تاريخ الاستحقاق، أو حتى معدل الفائدة المطلوب، وكذلك حسب تقييم شركتي [موديز] و [أس آند بي]. ويستخدم لكل سند رمز خاص به (مثل الأسهم) يسمى رقم CUSIP، والذي يمكن استخدامه مباشرة لشراء السند أو بيعه.

وتستخدم للسندات الحكومية الرموز الموضحة في الجدول ١٧-١.

الجدول ١٧-١: الرموز المستخدمة للحصول على أسعار السندات الحكومية من موقع [ياهو].

السند	الرمز
أذونات الخزينة (١٣ أسبوعاً)	^IRX
أوراق الخزينة (٥ سنوات)	^FVX
أوراق الخزينة (١٠ سنوات)	^TNX
سندات الخزينة (٣٠ سنة)	^TYX

وتكلفة شراء السندات تختلف من وسيط لآخر، وهي في الغالب بحدود ٥ دولارات للسند الواحد.

استراتيجيات التعامل في السندات

ذكرنا أن من الضروري تخصيص نسبة من رأس المال للسندات حسب عمر الشخص، ولكن قد لا يكون من السهل تداول السندات أو حتى فهم طبيعة عملها، لذا فقد يكون أحد الخيارات الجيدة أمام الشخص أن يستثمر في صندوق سندات، تماماً كما يستثمر في صندوق الأسهم. والهدف من ذلك تقليص المخاطرة في السندات وتحقيق فائدة أخرى هامة وهي أن أكثر صناديق السندات تمنح فائدة شهرية، بدلاً من نصف سنوية أو سنوية كما في معظم السندات.

ويجب الانتباه إلى أن هناك سندات قد تمنح عائداً مغرياً (كما شاهدنا أعلاه)، وذلك بسبب ارتفاع نسبة المخاطرة فيها، لذا قد لا تكون بالضرورة أفضل من غيرها. على سبيل المثال، قد تجد أن سندات بعض الشركات الصغيرة تمنح عائداً يتعدى ١٠% سنوياً، بينما السندات الحكومية (الأكثر أماناً) لا تمنح أكثر من ٥%. وتسمى السندات ذات التقييم الضعيف (أقل من BB) بسندات عالية المخاطرة، Junk bonds، لذا فهي تمنح معدل فائدة مرتفعاً مقابل المخاطرة العالية، ولا يسمح للمؤسسات المالية الرسمية بشرائها. وبالطبع يمكن المضاربة بالسندات، بحيث يقوم الشخص بشراء السندات إذا كان يتوقع انخفاضاً في معدل الفائدة، والذي بالطبع يؤدي إلى ارتفاع سعر السندات، أو بيع للسندات بطريقة البيع المسبق إذا كان يتوقع ارتفاعاً في معدلات الفائدة.

الخلاصة

تعتبر السندات من أهم الوسائل الاستثمارية وأقدمها، إلا أن المستثمر العادي لا يحتاج أن يتعامل معها بشكل مباشر، نظراً لصعوبة التنافس على تداولها مع كبار تجار السندات الذين يشترون كميات كبيرة منها ويتحملون ما قد ينتج من خسائر بين الوقت والآخر. لذا فإن من الأفضل للمستثمر العادي أن يكتفي بالتعرف على فكرة عمل هذه الوسيلة الاستثمارية، وإن رغب في تنويع استثماراته

فقد يشتري حصصاً في أحد الصناديق الاستثمارية المتخصصة في السندات. أو إن كان يريد تخصيص جزء من رأس ماله لسندات على المدى الطويل، فقد يشتري سندات الخزينة الأمريكية مباشرة من على الإنترنت، أو شراء سندات بعض الشركات القوية والاحتفاظ بها مدة طويلة. إلى جانب ذلك، يجب على المستثمر متابعة أخبار السندات وبالذات قيمة عائد الاستحقاق من وقت لآخر، وكذلك شكل منحنى العائد، والذي كما ذكرنا يساعد على تفسير الحالة الاقتصادية في أي وقت من الأوقات، واتجاه معدل الفائدة.

نظرة شرعية

هناك اتفاق شبه تام في وجهات النظر الشرعية حول مسألة السندات التقليدية لأنها عبارة عن اقراض مال مقابل فائدة مالية معلومة المبلغ والأجل، فهي بذلك ربا مؤكد. لذا فقد ظهرت في السنوات القليلة الماضية وسائل مالية شبيهة بالسندات تعمل بصورة شرعية مقبولة (ولو إن هناك من يعارض بعضاً من صورها)، وهي تتم بطرق التورق أو الإجارة أو المرابحة أو الاستصناع وغيرها. والفكرة في جميع هذه الطرق أن يتم تلافي الوقوع في الربا، بتحويل عملية الاقتراض النقدي إلى المتاجرة بسلعة معينة، فيتم التمويل النقدي دون وقوع الربا. على سبيل المثال، في أحد صور التورق الإسلامي، يقوم بيت التمويل (كالبنك مثلاً) بالاحتفاظ بكميات كبيرة من سلعة دارجة ومعروفة في مخازن لديه، ويقوم ببيع السلعة على العميل بثمن معين يدرسه العميل ويوافق عليه. بعد ذلك يقوم العميل بتوقيع اتفاقية لسداد قيمة السلعة بشكل آجل أو كأقساط شهرية (ولا هناك شبهة شرعية في ذلك)، ويقوم هو بدوره ببيع السلعة بسعر السوق ويحصل على المبلغ النقدي المطلوب. وهناك شروط يجب أن تنطبق ومنها ألاّ يبيع العميل السلعة لبيت التمويل نفسه، ولا حتى لأحد يأتي عن طريق بيت التمويل. وفي صكوك الإجارة تكمن الفكرة في أن الاستئجار لأصل من الأصول جائز شرعاً، وبذلك فإن من الممكن اقراض أصول يملكها بيت التمويل بثمن معين مع احتفاظ بيت التمويل بالأصل، ويقوم العميل بتأجير الأصل لآخر بسعر أعلى أو الاستفادة منهامباشرة في تجارته.

الفصل الثامن عشر

الأسواق الآجلة

في هذا الفصل

- هل من الضروري معرفة طبيعة عمل الأسواق الآجلة؟ وهل هناك خطورة من التعامل فيها؟
- ما هي السلع التي يمكن تداولها في الأسواق الآجلة؟ وهل يمكن تداول العملات الدولية في الأسواق الآجلة؟
- ما الفرق بين المضاربة والتحوط في الأسواق الآجلة؟
- هل يمكن تداول عقود الخيار في الأسواق الآجلة؟
- ما هي الأسواق العينية وكيف يمكن الاستفادة منها؟



الآجلة (المستقبلية) (Futures Markets) هي أسواق مالية يتم فيها تداول عقود مختلفة لسلع ووسائل مالية عديدة. ولقد عرفت فكرة تداول العقود الآجلة منذ القدم حيث إنها نشأت كوسيلة لتجنب مخاطر ارتفاع أسعار السلع والمنتجات وانخفاضها. فقد يقوم مُزارع القمح بالاتفاق مع من يصنع الخبز على بيع كمية معينة من القمح في فصل الحصاد بسعر معين يتم تحديده مقدماً. وبذلك يستفيد المزارع من ضمان سعر البيع لما سوف يقوم بزرعه، ويستفيد الخباز من ضمان ما يحتاجه من قمح بسعر معلوم مسبقاً. بعد هذا الاتفاق وفي فصل الحصاد يقوم المزارع ببيع الكمية المتفق عليها من القمح بالسعر المتفق عليه ويقوم الخباز باستلام القمح ودفع السعر المتفق عليه. ولكن هناك ثلاث حالات يمكن أن يكون عليها سعر القمح عندما يحين وقت تنفيذ العقد في وقت الحصاد:

- **أن يكون سعر القمح في السوق أعلى من السعر المتفق عليه بين المزارع والخباز، وبهذه الحالة يحصل الخباز على القمح بسعر أفضل من سعر السوق، نتيجة الاتفاق المبرم بينه وبين المزارع،**

ويبيع المزارع منتجه بسعر أقل من سعر السوق، ولكن ذلك لا يعنيه كثيراً حيث كان هدفه الرئيسي ألاّ يبيع بسعر أقل من السعر الذي أراده وقبله عند تحرير العقد مع الخباز.

- أن يكون سعر القمح في السوق أقل من السعر المتفق عليه بين المزارع والخباز، فبهذه الحالة يحصل الخباز على القمح بسعر أعلى مما هو متاح في السوق، ولكن مرة أخرى نجد أن ذلك لا يعنيه كثيراً حيث كان هدفه الرئيسي ألاّ يضطر إلى شراء القمح بسعر أعلى مما أراده وقبله عند إبرام العقد مع المزارع، بغض النظر عن سعر السوق.
- أن يكون سعر القمح في السوق مساوياً للسعر المتفق عليه بين المزارع والخباز. بهذه الحالة نجد أن الخباز يشتري القمح بالسعر نفسه المتاح في السوق، وكذلك يبيع المزارع القمح بسعر السوق، فلا يربح أحد على حساب الآخر في هذه الحالة.

أنواع العقود الآجلة

في عصرنا الحاضر نجد أن فكرة الاتفاقية نفسها التي تمت في الماضي بين المزارعين والخبازين ما زالت تمارس يومياً في الأسواق الآجلة، بل وعلى مدى أربع وعشرين ساعة، ولا يزال الهدف الرئيسي من هذه الاتفاقيات هو الحد من مخاطر تغير الأسعار. ونجد أنه إضافة للقمح وغيره من الحبوب تبرم يومياً عقود كثيرة على أصناف متعددة من المنتجات، منها ما يلي:

- **المنتجات الزراعية**، وتشمل:
  - ✓ ذرة وشعير وقمح وزيوت نباتية.
  - ✓ المنتجات الخشبية والأنسجة والقطن.
  - ✓ المنتجات الغذائية من عصير برتقال وقهوة وأرز وكاكاو.
  - ✓ المنتجات الحيوانية من لحوم البقر والخنزير.
- **المعادن والبتروليات**، وتشمل الذهب والفضة والنحاس والبلاتين، إلى جانب منتجات البترول والكهرباء.
- **الأدوات المالية ذات الفائدة**، وتشمل السندات والأذونات بأنواعها.
- مؤشرات الأسواق المختلفة كمؤشر [أس آند بي ٥٠٠]، ومؤشر [نازداك ١٠٠]، ومؤشر نيكاي، وغيرها.
- **العملات الأجنبية الرئيسية**، كالين الياباني، واليورو، والدولار الكندي.

ويتم استحداث منتجات أخرى باستمرار، مما يعطي الأسواق الآجلة مرونة جيدة تفي بأغراض البائعين والمشترين.

عقود على الطقس؟

بدأ سوق شيكاغو في السنوات الأخيرة باصدار عقود على الطقس، بحيث يمكن للجهة المستفيدة حماية أرباحها من تقلبات الطقس! ولا يقصد هنا التأمين ضد الظواهر الطبيعية كالزلازل والفيضانات، بل هذه العقود عبارة عن وسائل مالية تحمي الجهة المستفيدة من تأثير ارتفاع درجة الحرارة بشكل غير متوقع في الصيف، أو انخفاضها بشدة في الشتاء، مما قد يؤثر سلباً على نشاط الشركة. فتقوم الجهة بشراء عقود على الطقس بحيث فيما لو تغير الطقس بشكل غير متوقع تستفيد الجهة من ارتفاع قيمة العقود، فتعوض ما قد تتلقاه من خسائر.

الذهب Gold

قد تبدو فكرة الاستثمار في الذهب غريبة بعض الشيء للمستثمر العادي، بل قد توحي بالجشع والطمع والخوف من المستقبل، حيث نجد أن من لا يثق في المستقبل ويخشى على ما لديه من عملات ورقية قد يلجأ لشراء الذهب تحسباً للمستقبل. ولا تزال هذه النظرة التشاؤمية موجودة حتى اليوم وتمارس حتى من قبل أكبر المحترفين ومن قبل معظم دول العالم، وتبرز هذه الظاهرة عندما تنشأ أزمة سياسية في دولة ما، حيث تهرع جموع الناس لشراء الذهب مما يرفع من سعره في السوق. كذلك عندما تهبط أسعار الأسهم ويسود الأسواق المالية جو من التخوف، يلجأ الكثير من المستثمرين للذهب كسلاح ضد تقلبات المستقبل وللحماية ضد تضخم الأسعار. والسبب يعود لكون الأموال التي على شكل عملات ورقية قد تخسر جزءاً كبيراً من قيمتها لأسباب سياسية أو اقتصادية، كما حصل في دول كثيرة، أو بسبب تضخم الأسعار بشكل غير طبيعي، ولكن الذهب لا يتأثر بمثل تلك التغيرات لأنه من الأصول الثابتة المستخدمة كمخزن للثروات. وليس بالضرورة، بل نادراً، ما يقوم المستثمر بشراء قوالب أو سبائك ذهبية بحد ذاتها، بل يلجأ عادة إما للسوق الآجل ويشتري عقوداً آجلة على الذهب، أو أن يشتري أسهم الشركات العاملة في مجال الذهب، من تنقيب ومعالجة وتصنيع، لكونها تستفيد مباشرة من ارتفاع أسعار الذهب. أو قد يشتري بعض عقود الخيار على مؤشرات أسهم الشركات العاملة في مجال الذهب، أو عقود خيار على أسهم شركات الذهب ذاتها. (راجع كذلك صفحة ٣٤٨ لمعرفة كيفية شراء الذهب كسهم عادي).

ويتم تداول عقود الذهب في سوق نيويورك باستخدام الرمز GC، حيث نجد أن حجم العقد الواحد يساوي ١٠٠ أونصة ذهب[1]، ومبلغ الضمان يصل إلى حوالي ٥% من قيمة العقد، فكان حوالي

[1] الأونصة الواحدة تساوي حوالي ٣١ غرام ذهب، أي أن العقد الواحد يمثل حوالي ٣,١ كيلوغرام ذهب.

٢٠٠٠ دولار للعقد الواحد في نهاية عام ٢٠٠٤م، ويبلغ حد الصيانة لهذا الضمان حوالي ١٥٠٠ دولار – انظر شرح خصائص العقود الآجلة لاحقاً.

ولقد لعب الذهب دوراً كبيراً في تحديد قيمة العملات الدولية حتى سنوات قريبة. فكانت عملة الولايات المتحدة مغطاة بالذهب والفضة منذ عام ١٧٩٢م، حتى حلت سنوات الكساد العظيم (Great Depression) في الثلاثينات الميلادية، وعندها فصلت معظم الدول عملاتها عن الذهب في محاولة لإنعاش اقتصادياتها المتدهورة، وبقيت عملة الولايات المتحدة مقيدة بالذهب. وفي عام ١٩٤٤م ظهرت اتفاقية بريتون وودز الشهيرة والتي عادلت العملات الدولية بالدولار الأمريكي، الأمر الذي أعاد تغطية الذهب للعملات بطريقة غير مباشرة، نظراً لأن الدولار ما زال مغطى بالذهب. واستمر هذا الوضع حتى عام ١٩٧٣م عندما أمر الرئيس نيكسون بإزالة الغطاء الذهبي نظراً لضعف الثقة في الدولار وكثرة طلبات تحويل الدولار إلى ذهب، وبالتالي تُركت عملية تحديد قيمة العملات لقوى العرض والطلب.

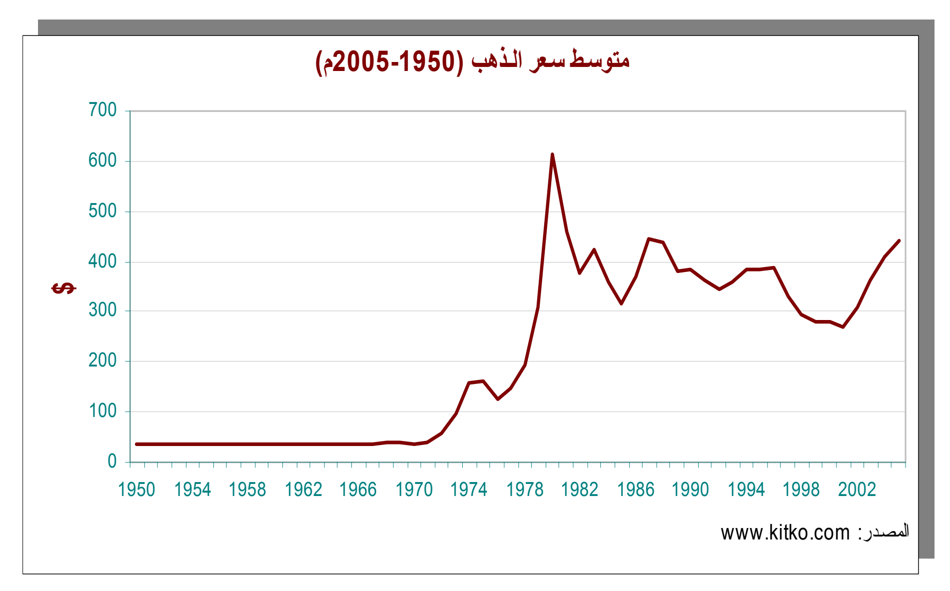
نشير إلى أن البنك المركزي الأمريكي لديه كميات من الذهب تفوق ٨ آلاف طن، وهي أكبر كمية في العالم وتمثل حوالي ٥٧٪ من احتياطي الولايات المتحدة، بينما هناك دول عديدة بما فيها دول عربية تحتفظ بنسبة قليلة جداً من الذهب، ولا يشكل الذهب إلا ١٠٪ أو أقل من قوتها الاحتياطية. والسبب يعود في الغالب إلى أن الكثير من البنوك المركزية بدأت في السنوات الأخيرة بيع ما لديها من ذهب واستبداله بوسائل استثمارية أخرى (كسندات الخزينة الأمريكية). يبين الشكل ١٨-١ المتوسط السنوي لسعر الذهب منذ عام ١٩٥٠م وحتى نهاية عام ٢٠٠٥م، حيث كان سعر الذهب مثبتاً عند ٣٥ دولاراً للأونصة من ١٩٣٤م إلى ١٩٦٨م، ومثبتاً عند ٢٠ دولاراً ما قبل عام ١٩٣٤م.

تساؤل

هل من الضروري أن يكون لدى البنوك المركزية غطاء من الذهب لعملاتها؟ كلا، وذلك صحيح طالما أن هناك عملات دولية قوية[٢] يمكن الثقة بها، وهو الأمر الحاصل حالياً بالنسبة للدولار واليورو والين وغيرها. بل ليس من الضروري للولايات المتحدة أن تغطي عملتها بالذهب، طالما بقي اقتصادها قادراً على الاستجابة لمتطلبات التبادل التجاري الدولي. علينا أن نتذكر بأن الذهب مجرد وسيلة رمزية للتعبير عن ثراء الدولة، وتأتي أحياناً أوقات تكون قيمة الذهب الموجودة في الدولار الأمريكي لا تشكل ١٪ من قيمته. بمعنى أن البنك المركزي الأمريكي قد أصدر حوالي ١٠٠ ضعف عدد الدولارات المفترض إصدارها بالنسبة لمقدار الذهب المتوفر لديه، وبالرغم من ذلك لا يزال الإقبال على الدولار الأمريكي مستمراً بشكل قوي، ولا يزال الدولار هو المعيار الدولي للعملات الدولية.

[2] للأسف فإن التسمية العربية الشائعة عند الناس هي مسمى "عملة صعبة"، وهي ترجمة حرفية لعبارة hard currency، والتي لا يقصد بها difficult currency، بل عملة صلبة أو قوية، وليست صعبة.

ولكن السؤال المطروح هو إلى متى سيستمر هذا الأمر؟ طالما بقية الولايات المتحدة كقوة شرائية كبيرة تلتهم منتجات وسلع الدول الأخرى، فسيبقى الدولار قوياً، لأن ما هو حاصل الآن هو أن البنوك المركزية في كل مكان تتصرف بما لديها من دولارات حصلت عليها جراء ما تم تصديره للولايات المتحدة، باستبدالها بسندات الحكومة الأمريكية، فتعود الدولارات مرة أخرى للولايات المتحدة، ليتم صرفها على مستوردات جديدة وهكذا. إذاً القوة الشرائية الأمريكية هي التي تجعل الدولار قوياً نتيجة هذه الدورة المالية المتكررة.



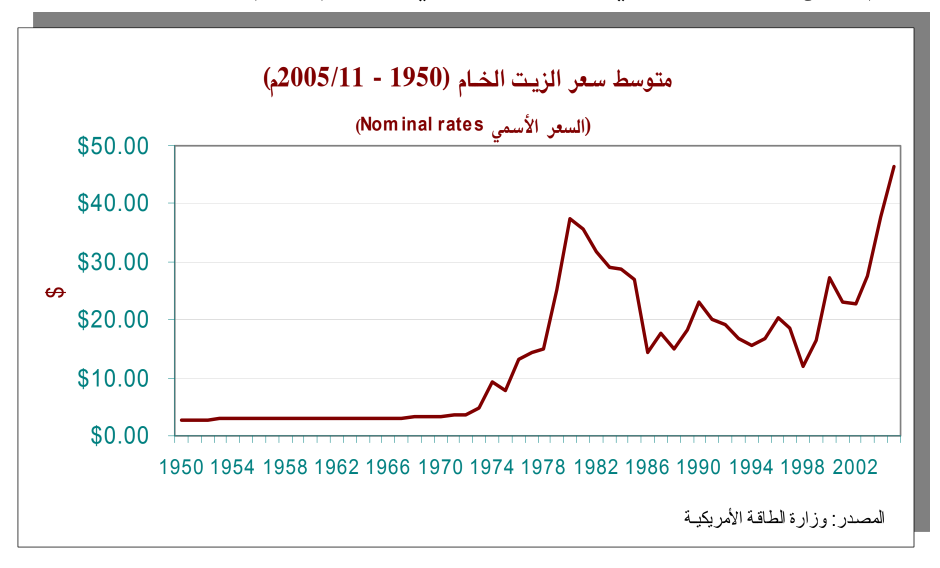
الشكل ١٨-١: المتوسط السنوي لسعر أونصة الذهب منذ عام ١٩٥٠م حتى ٢٠٠٥/١٢م

الزيت الخام Crude Oil

من أكثر السلع الآجلة شهرة نجد مادة الزيت الخام الخفيف، الذي يحتوي على كمية قليلة من الكبريت ويفضله المصنعون نظراً لخصائصه الكيميائية التي تتيح للمصنعين استخلاص عدة أنواع من المنتجات البترولية عن طريقه، كوقود السيارات والطائرات، ووقود الديزل، وزيوت التدفئة. وتتابع هذه السلعة الآجلة من قبل الكثير، حيث إنها تعتبر من المؤشرات الدولية الهامة لاقتصاديات العالم. انظر الشكل ١٨-٢ الذي يبين سعر برميل الزيت منذ عام ١٩٥٠م.

وللاستفادة من تقلبات أسعار الزيت يستطيع الشخص أن يشتري عقوداً آجلة لهذه السلعة عن طريق سوق نيويورك التجاري باستعمال الرمز CL، علماً بأن حجم العقد الواحد من الزيت يساوي ألف

برميل أمريكي، ومبلغ الضمان غالباً حوالي ١٠٪ من قيمة العقد (حوالي ٤٧٥٠ دولاراً في نهاية عام ٢٠٠٤م) ويبلغ حد الصيانة حوالي ٣٥٠٠ دولار كما في نهاية عام ٢٠٠٤م.



الشكل ١٨-٢: متوسط سعر برميل الزيت منذ عام ١٩٥٠م وحتى ٢٠٠٥/١١م.

وتختلف طبيعة الزيت الخام من مكان لآخر ويختلف سعره تبعاً لذلك، ولكن الاختلاف في السعر ليس بسبب جودة المنتج النهائي، حيث إن الزيت الخام، بغض النظر عن نوعه، يستخدم في نهاية الأمر لاستخراج المنتجات البترولية المختلفة. الفرق في السعر، الذي يصل أحياناً إلى ٢٠٪، يأتي بسبب أن الزيت الثقيل (الأرخص) يحتاج إلى عمليات تصفية ومعالجة مكلفة، بينما الزيت الحلو الخفيف يحتاج لأقل من ذلك. وما نسمع به غالباً عن سعر البترول هو سعر الزيت الحلو الخفيف لعقود الشهر القادم، وليس السعر الحالي للبترول.

العملات Currencies

يتم في سوق نيويورك التجاري وسوق شيكاغو التجاري وغيرها من الأسواق الدولية تداول عقود العملات بشكل يومي، بل حتى على مدار الساعة. ويعتبر سوق تداول العملات أكبر سوق في العالم على الإطلاق، حيث تتجاوز كمية التداول اليومي ١,٥ تريليون دولار[٣]! وبإمكان الشخص أن يستثمر في العملات بشراء العملات مباشرة من مصرف عملات، بحيث يقوم بشراء كمية معينة من

---

3 بالرغم من أن هذا الرقم صحيح ويعادل أضعاف كميات التداول في أسواق الأسهم، إلا أن معظم كمية التداول تأتي عن طريق البنوك الكبيرة بما في ذلك البنوك المركزية، ونسبة قليلة جداً منها تأتي عن طريق الأفراد.

عملة دولة بسعر صرف معين ومن ثم يقوم ببيعها في وقت لاحق بسعر أفضل. ولكن هذه الطريقة فيها الكثير من المخاطرة بسبب حاجة المستثمر لشراء كميات كبيرة من العملة ليحقق كسباً مناسباً يغطي تكاليف صرف العملة وعمولة المصارف. لذا فإن المستثمرين المحترفين يقومون غالباً بتداول العملات في السوق العينية، كما سوف نرى لاحقاً، أو يقومون بشراء العقود الآجلة للعملات. وكمثال لمبلغ الضمان في عقود العملات، فقد كان مبلغ الضمان لعقود الين الياباني في عام ٢٠٠٠م حوالي ٢٨٠٠ دولار، ومبلغ صيانة الضمان ٢١٠٠ دولار، وبهذا المبلغ يستطيع الشخص أن يتحكم بشراء ما يفوق مائة ألف دولار.

تساؤل

لماذا تقوم بعض الدول بتثبيت سعر صرف عملتها مقابل عملة أخرى، كالدولار؟ معروف أن هناك عملات حرة أو معومة (Floating)، سعرها معرض لقوى العرض والطلب اليومي، وهناك عملات سعر صرفها ثابت لا يتغير. وأسباب تثبيت العملة كثيرة، أهمها أن الدولة قد تجد نتيجة التبادل التجاري الكبير بينها وبين الدولة صاحبة العملة القوية، أن لديها من العملة الأجنبية ما يكفيها للمحافظة على سعر مستقر لعملتها. وبعض الدول تود الاستفادة من السياسة النقدية للدولة الأخرى، بحيث لا تحتاج هي للقيام بذلك (كتغيير معدل الفائدة وضخ السيولة وسحبها من السوق). ويمكن النظر إلى العملة المثبتة على أنها عملة حرة، يقف خلفها بنك مركزي قادر على البيع والشراء حسب السعر المثبت، بمعنى أنه إذا كان الريال السعودي الواحد يساوي ٠,٢٧ دولار فيمكن فهم ذلك على أن سعر صرفه حر في الواقع، ولكن ذلك يتم بقيام البنك المركزي السعودي (مؤسسة النقد) بشراء الريال بهذا السعر متى أراد أحد بيعه، وبيع الريال بالسعر نفسه متى أراد أحد شراءه. وهذا يتطلب مقدرة جبارة لدى البنك المركزي للاستمرار في شراء الريال إن توالت أوامر البيع عليه، ويحدث ذلك أحياناً عندما يكون هناك هجوم على الريال من قبل المضاربين الدوليين الذين يتوقعون ألاّ يستطيع البنك المركزي مواصلة الشراء، فيضطر إلى تخفيض قيمة العملة Devaluation، وبذلك يستفيدون من فارق السعر لصالحهم.

المؤشرات Indices

تعامل المؤشرات، مثل [داو جونز] ومؤشرات [أس آند بي] و[نازداك] وغيرها، على أنها سلع آجلة خاضعة لقوى العرض والطلب، وطالما أن هناك رغبة من قبل المشاركين في السوق بتداول هذه المؤشرات وإيجاد وسائل للحماية من تقلب قيمها، فإن الأسواق الآجلة على استعداد لتقديمها كسلع آجلة. يستطيع المستثمر شراء عقود آجلة على مؤشر [داو جونز]، على سبيل المثال، ويحقق ربحاً جيداً إذا ارتفع المؤشر بدرجة مناسبة حسب مقتضيات العقد. كذلك يستطيع المستثمر بيع عقود مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] لشهر معين تحسباً لهبوط الأسعار، كما سنرى في الأمثلة القادمة.

وسائل معدل الفائدة Interest Rate

معدل الفائدة هو عبارة عن تكلفة استخدام المال الذي في يد المقترض، ويحدد كنسبة مئوية متفق عليها يدفعها المقترض غالباً في نهاية العام للمُقرض. ولما لمعدل الفائدة من أهمية بالغة على الحركة الاقتصادية في البلاد، ونظراً لتقلباته المستمرة فقد ظهرت الحاجة لتداوله في سوق العقود الآجلة من أجل حماية المشاريع التجارية الكبيرة من تقلبات معدل الفائدة. فقد تحتاج شركة إلى ضمان سعر معين للفائدة بعد ستة أشهر من الزمان عندما تبدأ بتمويل مشروع كبير لديها، وتخشى من ارتفاع معدل الفائدة خلال الأشهر القادمة. فتقوم الشركة ببيع عقود آجلة لأحد منتجات معدل الفائدة كسعر التمويل الفدرالي (Fed Funds Rate) أو معدل الفائدة البريطاني (LIBOR) أو غيرهما. لاحظ أننا ذكرنا بأن هذه الشركة قد تقوم ببيع عقود آجلة إن كانت تخشى من ارتفاع معدل الفائدة، فلماذا تقوم ببيع العقود بدلاً من شرائها، حيث من المتوقع أن يستفيد الشخص من ارتفاع الأسعار بشراء الأداة الاستثمارية وليس عن طريق بيعها؟ السبب هنا يعود إلى طريقة تسعير عقود منتجات الفائدة، والتي تحسب بخصم معدل الفائدة من الرقم ١٠٠. فإذا كان معدل الفائدة ٥٪، فإن قيمة العقد تعرض على أنها ٩٥ (١٠٠-٥=٩٥)، لذا فكلما ارتفع معدل الفائدة انخفضت قيمة العقد، واستطاعت الشركة شراءه بسعر أقل معوضة بذلك الخسارة المتحققة من ارتفاع معدل الفائدة.

التعامل في العقود الآجلة

في واقع الأمر نجد أن معظم المستثمرين لا يتعاملون بهذه الوسائل المالية، لذا فليس من الضروري معرفتها والتعامل بها. أما من منطلق أن على المستثمر الاستفادة من جميع السبل الاستثمارية المتاحة بما في ذلك ما تقدمه العقود الآجلة من مزايا وفرص جيدة لتحقيق أرباح عالية، فقد يكون من الضروري على المستثمر المحترف دراسة هذه الوسائل والاستفادة منها.

وبلا شك فإن الجواب الحقيقي يعتمد على المستثمر أولاً وأخيراً، وعلى طبيعة أهدافه، ودرجة المخاطرة لديه. وبأي حال من الأحوال، إن معرفة هذه الوسائل المالية، على أقل تقدير، يرفع من ثقافة المستثمر المالية ويجعله قادراً على استيعاب ما يحدث يومياً في الأسواق المالية. بل إن من يستثمر في سوق الأسهم، على سبيل المثال، يسمع كثيراً قبل افتتاح السوق عن إمكانية ارتفاع أسعار الأسهم نظراً لأن عقود [أس آند بي ٥٠٠] الآجلة كانت مرتفعة في ذلك الصباح. ويسمع المستثمر كذلك عن التخوف في يوم الجمعة الذي تنتهي عنده العقود الآجلة، والذي إن صادف كذلك يوم انتهاء عقود الخيار العادية وعقود الخيار على العقود الآجلة، فإنه يطلق عليه يوم الشؤم

الثلاثي (Triple-Witching Day)، وقد لا يدرك المستثمر ما تعنيه هذه الأمور إن لم تكن لديه الثقافة العامة التي تجعله يستوعب ما حوله من دلائل ومتغيرات.

هناك فئتان من المشاركين في الأسواق الآجلة. الفئة الأولى تتعامل مع الأسواق الآجلة لغرض الحماية من مخاطر الأسعار، ويطلق عليها فئة المتحوطين (Hedgers)، أولئك الذين يقومون بعمل حماية أو تحوط (Hedging) لمنتجاتهم وأعمالهم. وهذه الفئة بالطبع تشمل المستثمر في الأسهم الذي يود حماية محفظة الأسهم لديه من تقلبات أسعار الأسهم. والفئة الثانية من المتعاملين في السوق الآجل هم **المضاربون** (Speculators)، أولئك الأشخاص الذين يطمعون في الاستفادة من تقلب الأسعار لصالحهم. والمضاربون، كما رأينا عند الحديث عن الأسهم، وبالذات في عمليات البيع المُسبق، يلعبون دوراً هاماً للغاية في جميع الأسواق المالية لما يقومون به من رفع لدرجة السيولة في السوق وإضفاء روح التنافس وبعث العدالة في السوق.

الهدف من المشاركة

إن المستثمر الذي يربح نتيجة ارتفاع السعر يقال إنه Going Long، ونسميه بـ "من يظن الصعود"، ومن يربح نتيجة انخفاض السعر يقال إنه Going Short، ونسميه بـ "من يظن الهبوط". واستعملنا في هذا الكتاب مصطلح البيع المُسبق (Short Selling) لتعريف عملية البيع التي يقوم بها من يظن الهبوط.

ملاحظة

قد يسأل القارئ كيف أن العبارة السابقة تقول بأن من يظن الهبوط يربح نتيجة ارتفاع الأسعار فيما لو قام بالشراء أو البيع! إذ من الواضح أن من يقوم بالشراء يربح عندما ترتفع الأسعار، ومن يبيع بشكل مُسبق يربح عندما تنخفض الأسعار (لأنه يشتري لاحقاً بسعر أقل من السعر الذي تم البيع به). ولكن كيف لمن يقوم بالبيع أن يربح من ارتفاع الأسعار؟ الجواب إن من يبيع عقود بيع (Puts) وترتفع الأسعار بعد ذلك فإنه يربح نظراً لعدم استفادة مشتري العقود من العملية نظراً لأن ارتفاع الأسعار يجعل العقود عديمة القيمة Worthless للمشتري، فيستفيد هو مما جناه من بيع العقود.

تمارس كلتا الطريقتين (Going Long, Going Short) في الأسواق الآجلة بكثرة من قبل فئة المتحوطين والمضاربين. وبالإمكان اختصار دور كل فئة من المتعاملين في الأسواق الآجلة كما هو مبين في الجدول التالي.

	لماذا يشتري العقود الآجلة من يظن الصعود؟	لماذا يبيع العقود الآجلة من يظن الهبوط؟
المتحوط	خوفاً من ارتفاع الأسعار	خوفاً من هبوط الأسعار
المضارب	للاستفادة من ارتفاع الأسعار	للاستفادة من هبوط الأسعار

ويجب ملاحظة أن المتحوط في الواقع لا يستفيد من ارتفاع الأسعار ولا انخفاضها، نظراً لأن هدفه الحقيقي هو ضمان سعر معين في المستقبل بغض النظر عن حالة الأسعار في ذلك الوقت. وبالنسبة للمتحوطين ضد انخفاض قيمة محفظة الأسهم لديهم، فهدفهم في الغالب تجنب بيع الأسهم ودفع ضرائب مقابل أرباحهم، ليجدوا أنفسهم مضطرين لبناء المحفظة مرة أخرى بعد أن تتعافى الأسعار (كما سنرى في الأمثلة اللاحقة).

أماكن تداول العقود الآجلة

من أكبر أسواق العقود الآجلة وأشهرها هناك سوق شيكاغو التجاري (Chicago Mercantile Exchange) ، وسوق نيويورك التجاري (New York Mercantile Exchange)، وخارج الولايات المتحدة هناك سوق لندن الآجل (London International Financial Futures & Options Exchange). وهناك عدد من الأسواق الآجلة في الولايات المتحدة وفي دول أخرى كثيرة، يختص عادة كل سوق بنوع معين من السلع الآجلة. وهناك أنظمة إلكترونية لتداول العقود الآجلة كنظام GLOBEX الإلكتروني الذي يقدمه سوق شيكاغو، وعن طريقه يمكن تداول العقود على مدى ٢٤ ساعة.

الوسطاء

هناك عدد من الوسطاء ممن يعمل في هذا المجال، وهم كثيرون، ولكن من الضروري زيارة موقع الجمعية الوطنية للسلع الآجلة[4] وإدخال اسم الوسيط أو رمزه ومن ثم الاطلاع على سجله لدى الجمعية، وعما إذا كانت هناك أي مخالفات أو ملاحظات عليه. ويمكن البحث عن مديرين مختصين يقومون بإدارة الحساب بدلاً عن المستثمر، وتسمى هذه الطريقة (Managed Futures Account)، حيث يتولى المدير المسئول تنفيذ عمليات البيع والشراء بنفسه مقابل عمولة تصل غالباً إلى ٢٥٪ من الأرباح، إضافة إلى تحمل العميل تكلفة عمولة البيع والشراء (حوالي ٥٠ دولاراً مقابل كل عملية كاملة – أي شراء ثم بيع، أو العكس حسب طبيعة العملية). وعند فتح الحساب

[4] http://www.nfa.futures.org

بهذه الطريقة، فإن مال العميل يودع لدى بنك مختص وليس مع مدير الحساب، وبأي حال من الأحوال يجب التأكد من نزاهة ومقدرة مدير الحساب وبنك التسوية قبل التعامل معهما وذلك عن طريق موقع الجمعية سابق الذكر.

خصائص العقد الآجل

العقد الآجل (Futures Contract) عبارة عن اتفاقية إلزامية بين البائع والمشتري، يلتزم فيها المشتري بشراء كمية معينة من السلعة الآجلة في تاريخ محدد وبسعر محدد، ويلتزم فيها البائع ببيع الكمية ذاتها بالتاريخ ذاته وبالسعر ذاته. ويختلف العقد الآجل عن عقد الخيار بأن العقد الآجل فيه التزام بالشراء أو البيع حسب العقد. فلو أنك قمت بشراء عقد واحد آجل للذهب بسعر ٤٠٠ دولار للأونصة الواحدة، فأنت مجبر على شراء ١٠٠ أونصة ذهب (وهو عدد الأونصات في العقد الواحد) عندما يأتي وقت تنفيذ العقد، بسعر إجمالي يساوي ٤٠ ألف دولار. وكذا الحال لو أنك قمت ببيع عقد واحد آجل للذهب بسعر ٤٠٠ دولار للأونصة الواحدة، فأنت مجبر على بيع ١٠٠ أونصة ذهب عندما يأتي وقت تنفيذ العقد، بسعر ٤٠ ألف دولار. والأسوأ من ذلك قيامك بشراء عقد واحد من عقود مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] الآجلة بقيمة ١٤٠٠ نقطة للمؤشر، حيث يتحتم عليك دفع مبلغ ٣٥٠ ألف دولار (نظراً لأن كل نقطة تساوي ٢٥٠ دولاراً وعلى فرض أن قيمة المؤشر تساوي ١٤٠٠ نقطة عند التنفيذ)!

ملاحظة

قبل أن يتخوف القارئ من طبيعة هذه الأسواق، والتي بلا شك فيها نوع كبير من المخاطرة، نشير إلى أن طريقة الخروج من العقد هي نفس طريقة الخروج من عقود الخيار، أي بإجراء العملية المعاكسة قبل انتهاء مدة العقد. أي تقوم ببيع العقد الذي اشتريته سابقاً، أو تقوم بشراء العقد الذي بعته سابقاً. ولكن لاحظ أن من يشتري عقد Call ليس ملزماً بالشراء في وقت لاحق، وليس ملزماً ببيع العقد، عكس السلع الآجلة.

وبعض السلع الآجلة تتطلب تسليم السلعة المعنية عند اكتمال مدة العقد، مثل الذهب والقهوة والبترول وغيرها من السلع الملموسة، والبعض الآخر من السلع يتطلب تسليم المبلغ بشكل نقدي عند انتهاء مدة العقد، كما في عقود المؤشرات وعقود الأوراق المالية ذات الفائدة.

وهناك رمز لكل سلعة يتم تداول عقودها في السوق الآجلة، مثلاً الرمز SP يستخدم في تعريف عقود مؤشر [أس آند بي ٥٠٠]، والرمز LC يستخدم لعقود الأبقار الحية، وهكذا. ولكل عقد حجم معين (كما نرى في الجدول ١٨-١). على سبيل المثال، عقد الذهب يتكون من ١٠٠ أونصة، وعقد الذرة يتكون من ٥٠٠ حزمة وهكذا، ولا يمكن شراء جزء من العقد بل العقد بالكامل. ونظراً للتذبذبات الحادة في أسعار العقود فإن الأسعار اليومية محدودة بنسب معينة بحيث لا يتم تداول

العقد إذا بلغ الحد الأعلى أو الأدنى، وهذه النسب تختلف من وقت لآخر ومن عقد لآخر، غير أنها غالباً إما ٥% أو ١٠% أو ١٥% أو ٢٠%.

الضمان في السلع الآجلة

لكي يتمكن المستثمر من بيع السلع الآجلة وشرائها، يجب عليه إيداع مبلغ من المال عند الوسيط الذي يتعامل معه، ويسمى هذا المبلغ بالضمان (Margin)، وهو عبارة عن ضمان لتأكيد نية العميل على إنهاء العملية، وليس بالضرورة بيع أو شراء السلعة. وتختلف فكرة الضمان هذه عما اسميناه حساب الهامش (Margin Account) الذي عن طريقه يقوم المستثمر في الأسهم بالاقتراض من الوسيط لشراء ما يحتاجه من أسهم، ذلك لأن الضمان في الأسواق الآجلة يقوم بدفعه العميل (وليس الوسيط)، ويعتبر مجرد تأمين لإظهار قدرة العميل على تحمل أي خسارة قد تطرأ، وليس كدفعة مقدمة.

وتختلف قيمة الضمان من سلعة لسلعة ومن فترة لأخرى حسب ما يحدده السوق الآجل الذي يتم فيه تداول السلعة، إلا أن قيمة الضمان في معظم الأحيان تتراوح ما بين ٥-١٠% من قيمة العقد الواحد. فإذا أردت شراء عقد آجل للذهب بسعر ٤٥٠ دولاراً للأونصة (أي ٤٥,٠٠٠ دولار للعقد)، فتحتاج لدفع ضمان بقيمة ٢٠٢٥ دولاراً (انظر الجدول ١٨-١)، ولو أن سعر الذهب بعد شهر انخفض بمقدار ١٠ دولارات للأونصة الواحدة فيكون العقد خاسراً بمقدار ١٠٠٠ دولار (١٠٠ أونصة في العقد × ١٠ دولارات). وحالما تنخفض قيمة العملية إلى أقل من حد الصيانة، وهو الحد الذي عنده يجب على المتداول إعادة مبلغ الضمان إلى وضعه الأصلي ويسمى (Maintenance Margin) وتحدد قيمته من قبل السوق، فيجب عندها زيادة المبلغ لإعادة الضمان لوضعه الأصلي.

مثال: في مثال شراء أونصة الذهب أعلاه، لو أن المتداول قام بإيداع مبلغ ٢٠٢٥ دولار كضمان لشراء عقد شهر مارس للذهب بقيمة ٤٥٠ دولاراً للأونصة، وكان مبلغ حد الصيانة ١٥٠٠ دولار، وانخفض سعر العقد إلى ٤٤٠ دولاراً، يكون العقد خاسراً بمقدار 1000 دولار. هنا يتبقى فقط مبلغ 1025 دولاراً في الضمان (2025 - 1000 = 1025 دولاراً)، وذلك أقل من قيمة حد الصيانة المطلوب، فيحتاج المتداول إلى زيادة الضمان بمقدار 1000 دولار ليصبح 2025 دولاراً كما هو مطلوب.

الجدول ١٨-١: بعض العقود الآجلة، وكمية العقد فيها، ومقدار الضمان المطلوب عليها، وحد الصيانة.

العقد الآجل	حجم العقد الواحد	الضمان ($) ١٢/٢٠٠٤م	حد الصيانة ($)
الذهب	١٠٠ أونصة	٢٠٢٥	١٥٠٠
الفضة	١٠٠٠ أونصة	٢٧٠٠	٢٠٠٠
مؤشر [داو جونز]	١٠ دولارات للنقطة الواحدة	٥٠٠٠	٤٠٠٠
فول الصويا	٥٠٠٠ حزمة	١٦٢٠	١٢٠٠
الذرة	٥٠٠٠ حزمة	٣٣٨	٢٥٠
سندات الخزينة (٣٠ عاماً)	سند بقيمة ١٠٠ ألف دولار	١٧٥٥	١٣٠٠
الجنيه الاسترليني	٦٢,٥٠٠ جنيه	١٨٩٠	١٤٠٠
الدولار الاسترالي	١٠٠ ألف دولار	١٦٨٨	١٢٥٠
الين الياباني	١٢,٥٠٠,٠٠٠ ين	٢٤٣٠	١٨٠٠
اليورو	١٢٥ ألف يورو	٢٧٠٠	٢٠٠٠
مؤشر [أس آند بي ٥٠٠]	٢٥٠ دولاراً للنقطة الواحدة	٢٠٠٠٠	١٦٠٠٠
مؤشر [نازداك ١٠٠]	١٠٠ دولار للنقطة الواحدة	١٨٧٥٠	١٥٠٠٠
مؤشر نيكاي ٢٢٥ الياباني	٥ دولارات للنقطة الواحدة	٤٠٦٣	٣٢٥٠
أبقار حية	٤٠ ألف رطل	١٤١٨	١٠٥٠
حليب	٢٠٠ ألف رطل	٥٤٠	٤٠٠
عصير برتقال	١٢٥ ألف رطل	١٠٥٠	٧٥٠
القهوة	٣٧,٥٠٠ رطل	٣٠٨٠	٢٢٠٠
البترول (الزيت الخام الخفيف)	١٠٠٠ برميل	٤٧٢٥	٣٥٠٠
وقود سيارات	٤٢ ألف جالون أمريكي	٤٧٢٥	٣٥٠٠

المصدر: سوقا نيويورك وشيكاغو للسلع الآجلة

طرق الاستفادة من العقود الآجلة

كما ذكرنا فإن الاستفادة من العقود الآجلة تعود لأهداف المستثمر وحدة عنصر المخاطرة لديه. وذكرنا أن هناك فئتين من المشاركين في الأسواق الآجلة، المتحوطون والمضاربون. فيما يلي نستعرض بعض هذه الحالات ونرى كيفية الاستفادة من السلع الآجلة.

حماية بطريقة البيع المُسبق

لنفرض أن الوقت الآن بداية يناير، ولديك محفظة من أسهم التكنولوجيا قيمتها الحالية ١٦٠ ألف دولار، وتخشى أن يكون هناك هبوط في الأسعار خلال الأشهر الستة القادمة، ونظراً لأنك لا تود

الخروج بشكل كامل من السوق، تجنباً لدفع ضرائب على الأرباح وتفادياً لتكاليف الخروج ثم الدخول لاحقاً، وكذلك ضياع فرص الحصول على أي أرباح موزعة، وهكذا، فقد تبحث عن طريقة تحمي بها المحفظة بأقل تكلفة.

الخطة

بيع عقد واحد من عقود مؤشر [نازداك ١٠٠]، والذي تعتقد بأن أداءه يشابه إلى حد كبير أداء محفظتك، وليكن عقد يونيو لذلك العام، بقيمة حالية تساوي ١٦١٠ نقاط. ولنفرض أن قيمة مؤشر [نازداك ١٠٠] حالياً تساوي ١٦٠٠ نقطة. لاحظ أن هذه العملية مجرد عملية بيع للمؤشر بشكل مُسبق من أجل الحماية من انخفاض الأسعار. إذاً نجد أن قيمة العقد المباع تكون ١٦١ ألف دولار (١٦١٠ نقاط × ١٠٠ دولار للنقطة الواحدة = ١٦١ ألف دولار)، والذي قد يتطلب ضماناً بمبلغ ١٨ ألف دولار لدى الوسيط.

الاحتمال الأول

بعد أربعة أشهر، هبطت أسعار أسهم التكنولوجيا ممثلة بمؤشر [نازداك ١٠٠] بنسبة ٢٠%، أي أصبحت قيمة المؤشر ١٢٨٠ نقطة، وتبعاً لذلك هبطت قيمة محفظتك بنسبة ٢٠%، أي أصبحت قيمتها ١٢٨ ألف دولار.

هنا تقرر شراء العقد الآجل (الذي بعته سابقاً) بالقيمة الحالية (١٢٨٠ نقطة × ١٠٠ دولار = ١٢٨ ألف دولار)، وتكون ربحت من العقد مبلغ ٣٣ ألف دولار (١٦١ ألف - ١٢٨ ألف = ٣٣ ألف دولار)، وفي الوقت نفسه خسرت مبلغ ٣٢ ألف دولار من قيمة المحفظة (١٦٠ ألفاً - ١٢٨ ألفاً = ٣٢ ألف دولار)، حيث إنها خسرت ٢٠ % من قيمتها. إذاً في هذه الحالة بقي رأس مالك (تقريباً) كما كان عليه في يناير، بمقدار ١٦٠ ألف دولار، ولم تتأثر بهبوط الأسعار، ولم تضطر للتخلص من محفظتك[٥].

الاحتمال الثاني

بعد أربعة أشهر، ارتفعت أسعار أسهم التكنولوجيا بنسبة ١٠%، أي أصبحت قيمة المؤشر ١٧٦٠ نقطة، وتبعاً لذلك ارتفعت قيمة محفظتك بنسبة ١٠%، أي أصبحت قيمتها ١٧٦ ألف دولار.

هنا قد تقرر شراء العقد الآجل (الذي بعته سابقاً) بقيمته الحالية (١٧٦٠ نقطة × ١٠٠ دولار = ١٧٦ ألف دولار)، وتكون خسرت من العقد مبلغ ١٥ ألف دولار، وفي الوقت نفسه ربحت مبلغ ١٥ ألف دولار من قيمة المحفظة، إذ إن قيمتها ارتفعت بنسبة ١٠% وأصبحت تساوي ١٧٦ ألف دولار.

5 لك أن تتخيل لو كنت تدير محفظة بقيمة ١٠٠ مليون دولار فستجد هذه الطريقة مفيدة جداً.

إذاً في هذه الحالة بقي رأس مالك كما كان عليه في يناير، بمقدار ١٦٠ ألف دولار، ولم تستفد من ارتفاع الأسعار، حيث كان هدفك الحماية من هبوط الأسعار، ولا زلت محتفظاً بما لديك من أسهم، والتي بدورها قد ارتفعت قيمتها.

حماية بشراء عقود آجلة

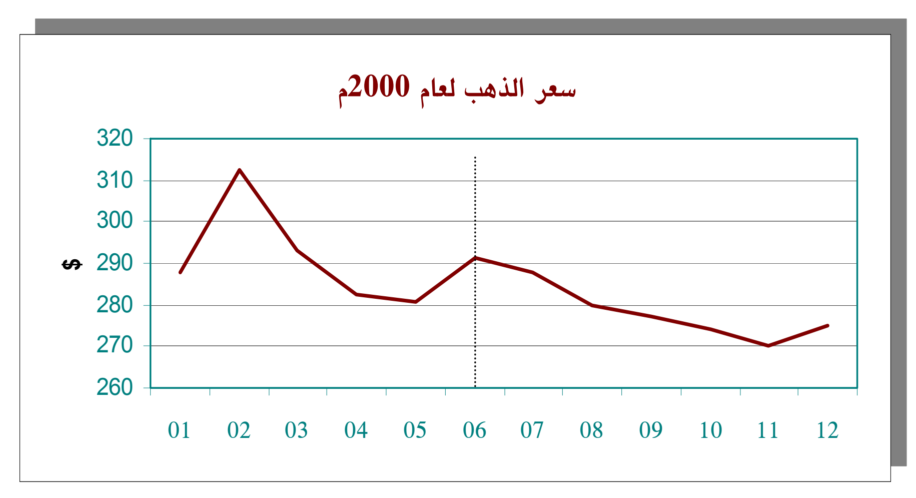
لنفرض أن هناك بائع مجوهرات يحتاج إلى الحصول على الذهب الخام بشكل مستمر، حيث يقوم بصناعة أصناف مختلفة من المجوهرات، ويود أن يضمن سعر الذهب بعد ستة أشهر عندما يحتاج لشراء ألف أونصة ذهب، ويخشى من ارتفاع سعر الذهب في ذلك الوقت. لنفرض أن الوقت الآن شهر يونيو (عام ٢٠٠٠م) وسعر الذهب حالياً ٢٩٠ دولاراً للأونصة، كما في الشكل ١٨-٣.

الخطة

شراء ١٠ عقود آجلة للذهب لشهر ديسمبر بسعر ٣٠٠ دولار للأونصة، أي بقيمة إجمالية للعقد تساوي ٣٠٠ ألف دولار (١٠ عقود × ١٠٠ أونصة × ٣٠٠ دولار = ٣٠٠ ألف دولار)، وبضمان يساوي ٢٠ ألف دولار (حوالي ٢٠٠٠ دولار لكل عقد)، تترك في الحساب لدى الوسيط.

الاحتمال الأول

بعد ستة أشهر، انخفض سعر الذهب إلى ٢٧٠ دولاراً للأونصة.



الشكل ١٨-٣: سعر الذهب في مثال بائع المجوهرات حيث قام بشراء ١٠ عقود لشهر ديسمبر ليضمن شراء الذهب بعد ٦ أشهر بسعر ٣٠٠ دولار للأونصة بغض النظر عن سعر الذهب.

هنا يقرر تاجر المجوهرات بيع العقود العشرة التي اشتراها في يونيو بمبلغ ٣٠٠ ألف دولار بالسعر الحالي (٢٧٠ دولاراً للأونصة، بقيمة إجمالية تساوي ٢٧٠ ألف دولار)، أي بخسارة قدرها ٣٠ ألف دولار. ولكن في الوقت نفسه يستطيع شراء الكمية المطلوبة (ألف أونصة) بالسعر الحالي ويدفع فقط ٢٧٠ ألف دولار.

النتيجة النهائية أنه حصل على الذهب بالسعر الذي كان يريده قبل ستة أشهر (٣٠٠ دولار للأونصة)، فخسر ٣٠ ألف دولار من العقود التي اشتراها ولكنه حصل على الذهب بمقدار ٣٠ ألف دولار أقل مما كان يتوقع، وبذلك يكون قد حقق ما يريد من حماية ضد ارتفاع سعر الذهب.

الاحتمال الثاني

بعد ستة أشهر، ارتفع سعر الذهب إلى ٣٥٠ دولاراً للأونصة.

هنا يقرر تاجر المجوهرات بيع العقود العشرة بسعر ٣٥٠ ألف دولار، ويكون قد ربح مبلغ ٥٠ ألف دولار من هذه العقود (اشتراها بمبلغ ٣٠٠ ألف دولار وباعها بمبلغ ٣٥٠ ألف دولار). ولكن عليه الآن شراء ألف أونصة ذهب بسعر السوق (والذي قد ارتفع من ٣٠٠ دولار إلى ٣٥٠ دولاراً للأونصة)، أي عليه دفع مبلغ ٣٥٠ ألف دولار.

النتيجة النهائية أنه حصل على الذهب بالسعر الذي كان يريده قبل ستة أشهر (٣٠٠ دولار للأونصة)، حيث ربح مبلغ ٥٠ ألف دولار من العقود التي اشتراها، واضطر لشراء الذهب بالسعر الجديد، الذي كان أغلى بمقدار ٥٠ ألف دولار عما قبل.

القيمة العادلة

لاحظ أنه بالرغم من أن سعر الذهب قبل ستة أشهر كان ٢٩٠ دولاراً للأونصة، إلا أن السعر الآجل (لشهر ديسمبر) كان ٣٠٠ دولار، وهذا هو السعر المتوقع للذهب حسب ما يراه المتعاملون في السوق. في هذا المثال رأينا كيف أن سعر الذهب جاء على عكس ما كان يتوقعه تاجر المجوهرات في مثالنا الافتراضي هذا، ولكن لم يتأثر التاجر بأي حال من الأحوال، نظراً لأن دوره هنا ليس بدور المضارب، بل دور المتحوط.

ربما يقول قائل بأنه كان من الأولى لهذا التاجر شراء كمية الذهب المطلوبة في يونيو بسعر ٢٩٠ دولاراً بدلاً من ٣٠٠ دولار في شهر ديسمبر! والجواب البديهي هو أن التاجر لا يعرف بكم سيكون سعر الذهب في المستقبل، ولكن لهذا السؤال مغزىً أكبر من ذلك، فلنا أن نسأل كيف تقرر أن يكون سعر الذهب ٣٠٠ دولار بعد ٦ أشهر؟ وإذا كانت التوقعات تشير إلى أن السعر سوف يرتفع إلى ٣٠٠ دولار (وأحياناً أكثر من ذلك)، فلماذا لا يتم شراء الذهب بالسعر الحالي الذي هو أقل من السعر الآجل؟ السبب يعود في الواقع لما يعرف بالقيمة العادلة (Fair Value) للسلعة الآجلة،

وهي الفرق بين السعر الحالي والسعر الآجل (وتسمى كذلك سعر الأساس أو الـ Basis)، والذي يختلف من سلعة لسلعة ومن يوم لآخر حسب قوى العرض والطلب. وتحسب القيمة العادلة بأخذ معدل الفائدة وأي عوائد مالية متوقعة من السلعة بالحسبان وكذا أخذ السعر المتوقع للسلعة في ذلك الوقت للوصول إلى السعر الآجل المتوقع للسلعة. في هذا المثال نجد أن القيمة العادلة لعقد الذهب في شهر يونيو كانت ١٠ دولارات (٣٠٠ – ٢٩٠ = ١٠ دولارات).

وليس بالضرورة أن يكون السعر الآجل أعلى من السعر الحالي! فتجد أحياناً أن سعر الزيت الخام حالياً يساوي ٤٠ دولاراً ولكن سعره بعد ٣ سنوات يساوي فقط ٣٠ دولاراً، أو أن سعر الذرة الحالي ٢,٤٠ دولار، بينما سعره بعد شهر ٢,٣٠ دولار، ويرجع ذلك لأن السعر النقدي أحياناً أعلى إما لوجود نقص مؤقت للسلعة، أو لتوقع فائض كبير منها بعد شهر، وهكذا.

شراء عقد مؤشر أسهم

مضارب في سوق الأسهم يتوقع أن يرتفع مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] من ١٢٠٠ نقطة إلى ١٥٠٠ نقطة خلال الأشهر الثلاثة القادمة، أي أن يرتفع المؤشر بنسبة ٢٥٪. فلو أنه اشترى أسهماً متنوعة مشابهة في أدائها لأداء مؤشر [أس آند بي ٥٠٠]، بقيمة ١٠٠ ألف دولار، فمن المتوقع أن تصبح قيمتها بعد ثلاثة أشهر ١٢٥ ألف دولار. ولكنه بدلاً من ذلك يرغب في رفع فرصة الربح لديه بشكل أكبر، لما يعرفه عن درجة الرفع (Leverage) العالية في الأسواق الآجلة.

لنفرض أن قيمة مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] الآجلة لشهر مارس (بعد ثلاثة أشهر) هي ١٣٠٠ نقطة، أي أن القيمة العادلة (Fair Value) تساوي ١٠٠ دولار أو نقطة (١٣٠٠ – ١٢٠٠).

الخطة

شراء عقد آجل لمؤشر [أس آند بي ٥٠٠] لشهر مارس بقيمة إجمالية تساوي ٣٢٥ ألف دولار (١٣٠٠ نقطة × ٢٥٠ دولاراً للنقطة الواحدة = ٣٢٥ ألف دولار)، بقيمة للضمان تساوي ٢٠ ألف دولار، تترك لدى الوسيط حتى انتهاء فترة العقد.

الاحتمال الأول

بعد ثلاثة أشهر، ارتفع مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] إلى ١٤٦٠ نقطة (أقل بقليل مما كان يتوقع)، أي بنسبة ٢١,٦٧٪. هنا يقرر المضارب بيع العقد بقيمة ٣٦٥ ألف دولار (١٤٦٠ نقطة × ٢٥٠ دولاراً = ٣٦٥ ألف دولار)، ويربح مبلغ ٤٠ ألف دولار من هذا العقد، وتكون نسبة الربح لديه حوالي ٢٠٠٪، نظراً لأن قيمة الضمان الذي دفعه كانت ٢٠ ألف دولار، ومن خلالها استطاع أن يحصل على ربح قدره ٤٠ ألف دولار.

الاحتمال الثاني

انخفض مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] إلى قيمة ١٠٨٠ نقطة، أي بنسبة ١٠%. هنا يقرر المضارب بيع العقد بقيمة ٢٧٠ ألف دولار (١٠٨٠ نقطة × ٢٥٠ دولاراً = ٢٧٠ ألف دولار)، بخسارة ٥٥ ألف دولار من هذا العقد. لاحظ أن نسبة الخسارة لدى المضارب في الواقع ٢٧٥% مما تمت المضاربة به، نظراً لأن قيمة الضمان الذي دفعه كانت ٢٠ ألف دولار، وخسره كاملاً علاوة على خسارة مبلغ ٣٥ ألف دولار إضافي[٦].

عقود الخيار للعقود الآجلة

بالطريقة نفسها التي يستطيع المستثمر تداول عقود الخيار على الأسهم ومؤشرات الأسهم وغيرها من المؤشرات، فإنه يستطيع تداول عقود الخيار على العقود الآجلة، بدلاً من شراء العقود الآجلة مباشرة! ويجب ألا تكون هناك أي صعوبة في فهم هذه الوسيلة المالية الحديثة، لأنها تعمل على قواعد عقود الخيار وشروطها نفسها التي تحدثنا عنها في فصل عقود الخيار. فبدلاً من شراء عقد آجل لأبقار حية بمقدار ٤٠ ألف رطل، أو شراء عقد آجل لسندات الخزينة، والمخاطرة برأس مال كبير قد يتجاوز مبلغ الضمان، قد يرى المستثمر أن من المناسب شراء عقد شراء (Call) لهذه العقود. على سبيل المثال، قد يشتري شخص عقد خيار شراء على عقد آجل للزبدة. فإذا ارتفع سعر الزبدة عن سعر التنفيذ في عقد الخيار، فإن الشخص يربح، وإذا انخفض سعر الزبدة عن سعر التنفيذ في عقد الخيار، فإن الشخص يخسر، تماماً كما يحصل في تداول عقود الخيار الأخرى.

ملاحظة

السوق العينية (أو الفورية Spot Market) تختلف عن السوق الآجلة في أن الأصول يتم تبادلها مباشرة بين البائع والمشتري، كما يحدث في سوق الأسهم وكما يحدث في سوق تبادل العملات الدولية. وتختلف قليلاً عن السوق النقدية (Cash Market) في أن تبادل الأصل لا يتم فوراً ولكن غالباً خلال أيام قليلة، فنجد أن هذه المدة تصل إلى ثلاثة أيام في سوق الأسهم وإلى يومين في سوق العملات. وباستثناء سوقي العملات والمعادن فإن معظم المشاركين يتعاملون في الأسواق الآجلة وذلك ببيع وشراء العقود المختلفة.

---

6 قد يكون المضارب تلقى عدة أوامر من الوسيط لصيانة الضمان (Maintenance Margin) ورفعه من ٢٠ ألف دولار إلى ٥٥ ألف دولار في هذه الأثناء.

تداول العملات الدولية

بالإمكان تداول العملات الدولية مباشرة في سوق العملات الدولية، المعروف بـ FOREX، أو Foreign Exchange، وذلك عن طريق السوق العيني[٧] (Spot Market). هذا السوق الإلكتروني هو عبارة عن مكان يلتقي فيه عدد كبير من البنوك والمصارف العالمية إلى جانب السماسرة والوسطاء المختصين في العملات الدولية ويتم فيه التداول الفوري للعملات. ويستطيع من يريد التعامل في هذا السوق فتح حساب لدى أحد الوسطاء المختصين والحصول على برامج التداول عن طريق الإنترنت، أو فتح حساب لدى وسيط محلي أو بنك والتداول في مقره أو عن طريق الهاتف. فقد يقوم المتداول بفتح حساب بمقدار ١٠ آلاف دولار ومن ثم يقوم بشراء ١٠ ملايين ين ياباني (أي حوالي ١٠٠ ألف دولار)، وذلك بدفع مبلغ ١٥٠٠ دولار كضمان، وعندما يرتفع الين الياباني مقابل الدولار خلال دقائق قليلة أو بضع ساعات يقوم المتداول ببيع ما لديه من ين ويكسب الفارق في السعر. ويستعمل لتداول العملات الدولية الرموز المعدة من قبل هيئة المواصفات العالمية (ISO)، كما في الجدول ١٨-٢.

الجدول ١٨-٢: أبرز العملات الدولية ورموزها.

الدولة	العملة	الرمز
الولايات المتحدة	الدولار	USD
المملكة المتحدة	الجنيه الاسترليني	GBP
اليابان	الين	JPY
سويسرا	الفرنك	CHF
استراليا	الدولار	AUD
كندا	الدولار	CAD
الدنمارك	كرونا	DKK
نيوزيلاندا	الدولار	NZD
السويد	كرونا	SEK
الاتحاد الأوروبي	اليورو	EUR

7 هناك ما يعرف بالسوق الأجل Forward Market للعملات ويستخدم من قبل المنشآت التجارية الكبيرة لشراء وبيع العملات من أجل الوقاية ضد تقلب الأسعار، فيمكن لشركة تنوي شراء معدات مسعرة بعملة أخرى أن تشتري عقوداً آجلة لهذه العملات تحل بعد ٦ أشهر بسعر محدد ومعلوم في الوقت الحاضر.

مفهوم أسعار العملات

لأن العملات تعد كأي سلعة أخرى فإنها تباع وتشترى كما يباع ويشترى الخشب ولحم البقر والبترول وغيرها، وكما أنك تستطيع شراء لحم البقر بالدولار أو بالجنيه الإسترليني أو غيرها من العملات، فإنك تستطيع شراء الين الياباني بالدولار وتستطيع شراءه بالجنيه الإسترليني، أو بأي عملة أخرى. فإذا أردت شراء الدولار الأمريكي بالين الياباني، يجب أن تنظر إلى سعر الدولار مقابل الين، وتقوم بشراء الدولار وتبيع الين.

لمعرفة كيفية قراءة الأسعار وما يعنيه العرض والطلب، إليك المثال التالي.

USD/JPY

BID=103.00, Offer=103.05

أولاً لاحظ أن العملة الأولى من اليسار (الدولار في هذه الحالة) هي العملة الأساسية، والسعر الظاهر هو دائماً سعر الوحدة الواحدة من العملة الأساسية مقابل العملة الأخرى. فلو كان السعر الظاهر هو EUR/USD=1.32 فإن ذلك يعني أن ١ يورو يساوي ١,٣٢ دولار. في المثال أعلاه، نرى أن الدولار معروض للبيع بسعر ١٠٣,٠٥ ين، أي يمكن شراءه الآن بهذا السعر، وهو مطلوب للشراء بسعر ١٠٣,٠٠ ين، أي يمكن للمتداول بيعه الآن بهذا السعر. فلو أردت شراء الدولار عليك أن تدفع القيمة بالين، ونقول هنا إنك تشتري الدولار وتبيع الين. لنفرض أنك قمت بشراء مليون دولار أمريكي ودفعت قيمته بالين، أي قمت بدفع مبلغ ١٠٣,٠٥٠,٠٠٠ ين ياباني (١ دولار = ١٠٣,٠٥ ين) وحصلت مقابل ذلك على مبلغ مليون دولار أمريكي، فينشأ السؤال التالي: من أين للمستثمر الحصول على هذا المبلغ الكبير من الين لشراء الدولار؟ هنا تأتي فكرة الضمان حيث يحتاج العميل لدفع مبلغ قليل، يصل لدى بعض الوسطاء إلى ١٠,٠٠٠ دولار لشراء مثل هذه الكمية، وذلك كضمان لالتزامك بإنهاء العملية وليضمن الوسيط كامل حقه فيما لو تغيرت الأسعار عكس توقعات العميل.

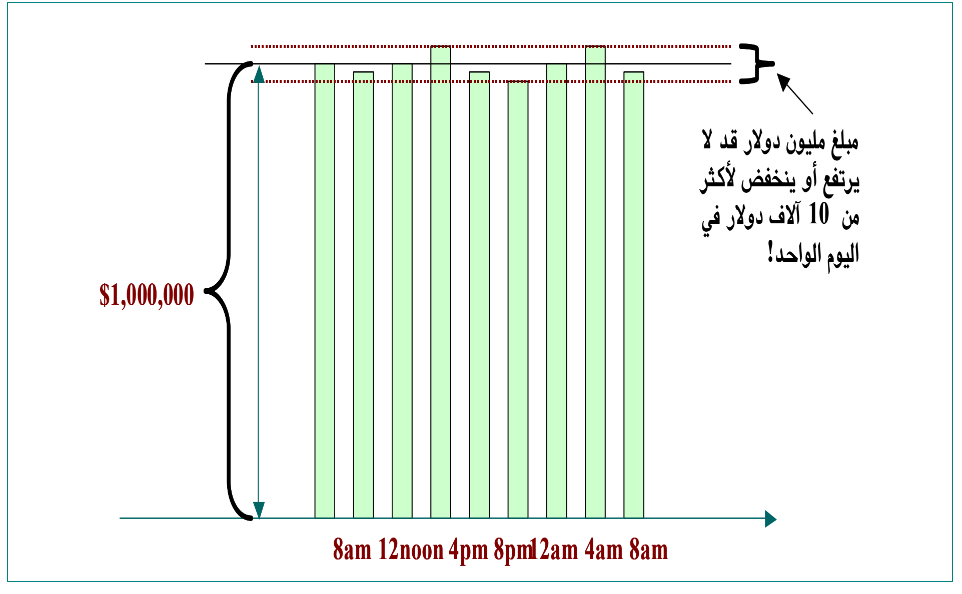
لنفرض أن سعر الصرف في المثال السابق تغير بعد ٥ دقائق إلى ما يلي:

USD/JPY

BID=103.08, ASK=103.13

هنا يستطيع العميل بيع ما لديه من دولارات بسعر ١٠٣,٠٨ ين للدولار ويحصل على مبلغ ١٠٣,٠٨٠,٠٠٠ ين، بربح ٣٠,٠٠٠ ين، أو حوالي ٢٩١ دولاراً، بعائد يساوي ٢,٩١% من هذه الصفقة السريعة. ولو استطاع العميل تحقيق ربح بمقدار ٣٠٠ إلى ٥٠٠ دولار في اليوم الواحد، فإن ذلك يعادل دخلاً شهرياً بحدود ١٠,٠٠٠ دولار!

هنا نرى الخطأ في فهم ما يعنيه تداول العملات الدولية، حيث يعتقد غير الملم بهذه العملية أنه لكي يربح بهذا الشكل فإن عليه التعامل بمبلغ مليون دولار من ماله، وهذا غير صحيح. يبين الشكل ١٨-٤ كيف يمكن للمتداول الاستفادة من تغير السعر وذلك بدفع مبلغ صغير (١٠,٠٠٠ دولار في الشكل)، وعن طريقه يستفيد من حركة مليون دولار. لاحظ أن من يقوم بإقراض مليون دولار للمتداول ليس عليه خطورة من ذلك، حيث إنه لا يتوقع أن يتغير السعر فجأة بأكثر من ١٠,٠٠٠ دولار، والتي تعادل ما تم دفعه من ضمان، علاوة على أن الوسيط يستطيع أن يطلب المزيد من الضمان فيما لو تغير سعر الصرف إلى أقل من ذلك.



الشكل ١٨-٤: مبلغ ١٠ آلاف دولار يكفي للاستفادة من مبلغ مليون دولار في سوق العملات، وفي بعض السلع الآجلة، والشكل يوضح كيف أن مبلغ الضمان يكفي للمراهنة على توجه العملة على المدى القصير.

العوامل المؤثرة بأسعار الصرف

كأي سوق فإن أسعار صرف العملات تتأثر بقوى العرض والطلب على العملات. فإن كان هناك إقبال على الين الياباني بسبب قوة الاقتصاد الياباني وكثرة صادراته فسيرتفع سعر الين الياباني، وفي حال هبوط الاقتصاد الياباني كما حدث في التسعينيات فتجد أن سعر الين ينخفض مقابل العملات الأخرى. وفي كثير من الأحيان تجد البنوك المركزية تتدخل لإضعاف عملتها مقابل الدولار وذلك من أجل تشجيع الصادرات وإضعاف الواردات، الأمر الذي له بالغ التأثير على المركز المالي للدولة ممثلاً بالحساب الجاري.

الحساب الجاري

الحساب الجاري Current Account، هو البند المعني بإحصاء جميع العمليات التجارية والمناقلات والمدفوعات التي تقوم بها الدولة، وينقسم الحساب الجاري إلى (١) الميزان التجاري، الذي هو عبارة عن الصادرات ناقص الواردات، و (٢) الإيصالات والمدفوعات الخاصة بالحوالات والخدمات. ويقابل الحساب الجاري حساب آخر في ميزان المدفوعات يسمى الحساب المالي (أو حساب حركة رأس المال والاحتياطيات)، والذي هو عبارة عن جميع المشتريات والمبيعات التي قامت بها الدولة في الأصول المالية، كشراء السندات والأسهم وغيرها، وهذان الحسابان معاً يشكلان ما يعرف **بميزان المدفوعات**. فنجد لكل دولة ميزان مدفوعات يشتمل على الحساب الجاري والحساب المالي، واللذين لهما خاصية هامة وهي أن مجموعهما يجب أن يساوي صفراً. فإذا كان هناك عجز في الحساب الجاري، ربما لوجود عجز في الميزان التجاري، فإن الحساب المالي لا بد أن يُظهر كيفية تغطية هذا العجز، سواءً بالاقتراض أو بيع أسهم حكومية أو غيرها. وفي السنوات الأخيرة نجد أن لدى الولايات المتحدة عجزاً كبيراً في حسابها الجاري يزيد عن ٥٠٠ بليون دولار، ولكنها تقوم بتمويل هذا العجز عن طريق اصدار أوراق الخزينة المختلفة، من سندات وأذونات، والتي يتم شراؤها من قبل البنوك المركزية حول العالم.

وهناك من يقول إنه لا بأس أن يكون الحساب الجاري سالباً طالما استطاعت الدولة أن تقترض بسعر رخيص لتغطيته، فتقوم بعملها هذا بتمويل الاقتصاد الذي تتوقع له نمواً كبيراً يعوضها عن تكلفة الفوائد التي تقوم بدفعها لحاملي السندات، وهذا ما تقوم به الولايات المتحدة!

ماذا نقصد عندما نقول بأن سعر العملة قد ارتفع مقابل عملة أخرى؟ المقصود هنا أنه بسبب الإقبال على العملة فإن المشترين مستعدون لدفع سعر أعلى من ذي قبل لشراء العملة. لنفرض أن سعر صرف الين مقابل الدولار يساوي ١٠٠ ين مقابل دولار واحد (١ دولار = ١٠٠ ين). عندما يحتاج المستورد الأمريكي (وغيره ممن عملته مثبتة مقابل الدولار كدول الخليج العربي والصين وغيرها) إلى شراء المنتجات اليابانية فإنه بحاجة لدفع قيمة المنتجات بالين الياباني، الذي يمكنه الحصول عليه عن طريق البنوك التجارية والتي بدورها تحصل عليه عن طريق أسواق العملات. عندما تزداد كمية شراء الين الياباني من يوم لآخر، فإن سعره يأخذ بالارتفاع مقابل العملات الأخرى، وبالأخص مقابل الدولار في هذه الحالة، ويتغير سعر الصرف، على سبيل المثال، من ١٠٠ ين للدولار إلى ٩٠ يناً للدولار، بمعنى أن الدولار الواحد لا يمكنه شراء أكثر من ٩٠ يناً، ونقول إن الين مرتفع.

إذاً كل ما هو مطلوب للاستفادة من أسواق العملات هو معرفة توجه سعر صرف عملة البلد المعين، والذي عادة يتأثر بعدة عوامل، منها الحالتين الاقتصادية والسياسية للبلد. فإذا كنت ترغب في

التعامل في سوق العملات الدولية يجب أن تكون لديك معرفة ومتابعة للمستجدات الدولية وتأثيرها على اقتصادات الدول، ويجب أن تتابع وضع ميزان المدفوعات في الدولة وحال ميزانها الجاري فيما إذا كان في حالة عجز أو فائض وتغير قيمته من وقت لآخر. كذلك يجب أن تتابع أخبار الموازنة العامة للدولة ومدى مشاركة الحكومة في تنمية القطاع الخاص ومقدار الصرف الحكومي للعام الحالي، ناهيك عن مستوى التضخم ومدى قدرة الدولة على مكافحته، وغيرها من العوامل.

وهناك عوامل أخرى كثيرة ومهمة تؤدي بشكل أو بآخر إلى إحداث تقلبات كبيرة في سعر الصرف، كالعوامل السياسية التي كثيراً ما تؤثر على النمو الاقتصادي للبلاد وقد تتسبب في طرد رأس المال الأجنبي من البلاد وابتعاده، أو قد تؤدي إلى هجرة رؤوس الأموال المحلية إلى دول أخرى، أو أن تقوم الدولة بإضعاف عملتها لتشجيع صادراتها، وما إلى ذلك. وعندما تحدث مثل هذه الأمور فإن سعر الصرف يتغير بشكل كبير وحاد أحياناً.

ختاماً نشير إلى أن معظم من يضارب في العملات الدولية يعتمد بشكل كبير على أساليب التحليل الفني المختلفة، من نماذج السعر التي تطرقنا لها (راجع الصفحات ٢٣٣-٢٥١) كخطوط الدعم والمقاومة، ونموذج الرأس والكتفين، والمقاييس الفنية وغيرها. وليس غريباً ذلك إذا علمنا أن معظم عمليات التداول تتم خلال دقائق قليلة، مما يجعل متابعة التطورات الاقتصادية غير مجدٍ بشكل كبير للمضارب اليومي.

أين يمكن تداول العملات؟

معظم البنوك المحلية تقدم خدمة تداول العملات الدولية إلا أنها في الغالب تشترط مبالغ كبيرة لفتح الحساب، تزيد في حالات كثيرة عن ١٠٠ ألف دولار لفتح الحساب، وتأخذ مقابل كل عملية عمولة باهظة نسبياً. ونشير إلى أن العمولة في العملات الدولية تحسب عند إتمام العملية، أي بعد أن يكون هناك شراء ثم بيع، أو بيع ثم شراء، وهي بذلك تختلف عن العمولة في الأسهم. وهناك وسطاء لا يأخذون عمولة على الإطلاق بل يحققون فائدتهم من الفرق بين سعري العرض والطلب. لذا من الضروري معرفة كم هو الفارق والذي يحسب عادة بعدد النقاط، فيقال إن فارق السعر عند هذا الوسيط يساوي ٥ نقاط (أو PIPs)، أو ٤ نقاط أو حتى ٣ نقاط مؤخراً. على سبيل المثال، لو كان الوسيط يأخذ ٥ نقاط فإن عمولته عند شراء ١٠٠ ألف دولار بالين الياباني تساوي حوالي ٤٨ دولاراً (٠,٠١ ÷ ١٠٣ ين) × ١٠٠ ألف دولار × ٥ نقاط = ٤٨,٥ دولار.

وبالإمكان فتح حساب مع أحد الوسطاء المعروفين عن طريق الإنترنت، وبالإمكان تجريب عملية التداول عن طريق العنوان التالي: http://fxsol.com، واختيار الحساب التجريبي من ضمن الخيارات المتاحة، وبعد أن تقوم بإنزال برنامج "جافا" وتبدأ تشغيل البرنامج سوف تجد شاشة التداول أمامك وتجد أن في حسابك مبلغ ١٠ آلاف دولار. قم بعد ذلك بالضغط على العملة المراد

شراؤها أو بيعها وأدخل الكمية المطلوبة، ومن ثم لاحقاً تستطيع إنهاء العملية وتتابع قيمة الحساب بشكل آني.

أخيراً، يمكن تداول العملات بعدة طرق، أهمها التداول في السوق الفوري أو عن طريق السلع الآجلة، إلا أن كل طريقة لها ميزاتها، وكثير من الناس يتعامل في السوق الفوري إذا كان يريد فقط التعامل في العملات ولا يريد بقية السلع الأخرى.

انظر الشكل ١٨-٥ لمعرفة حركة عدد من العملات الدولية مقابل الدولار خلال السنوات الماضية.

كيفية حساب الفائدة في تداول العملات

هناك تكلفة الفرق في معدل الفائدة بين العملتين والتي لها تأثير على ربحية المتداول. على سبيل المثال لو أنك قمت ببيع الدولار وشراء الين فسوف تدفع الفائدة المتحققة من الدولار وتحصل بالمقابل على الفائدة المتحققة من الين. فإذا كان معدل الفائدة على الدولار ٤% وعلى الين ١% فسوف تضطر لدفع فائدة يومية على ١٠٠ ألف دولار تساوي حوالي ١١ دولاراً، وتحصل على حوالي ٢,٧٥ دولار كفائدة مقابل احتفاظك بالين، فتكون دفعت في النهاية ٨,٢٥ دولار في اليوم. وحسب العملة فيمكن أن تحقق فائدة يومية بدلاً من دفعها، كما أن بعض الوسطاء يقوم بحساب الفائدة المستحقة للعميل والمستحقة عليه كل ثانية من الزمن!

تحذير

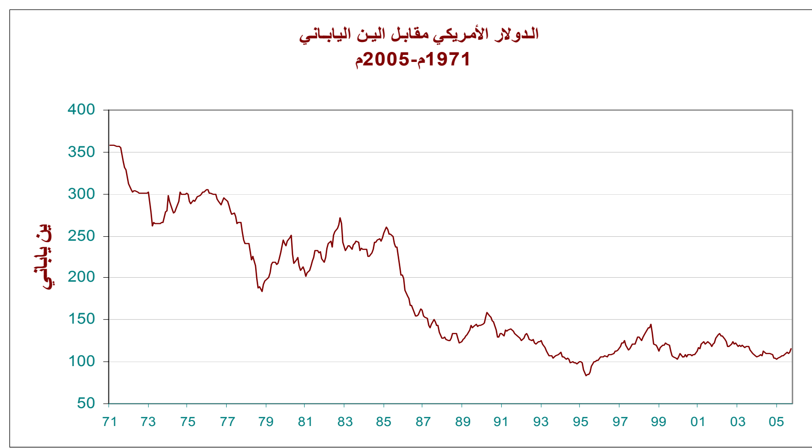
يجب الحذر عند فتح حساب مع أي من وسطاء العملة، حيث إن هناك الكثير ممن يتلاعب بالأسعار فيقوم بعرض أسعار لا تتماشى مع الأسعار الفعلية للعملة، وبذلك يحقق كسباً كبيراً لصالحه على حساب العميل. لذا فمن الأفضل التعامل مع جهة كبيرة ومعروفة حتى وإن كانت تكلفة العمولة أعلى من وسيط لا تعرف عنه شيئاً.

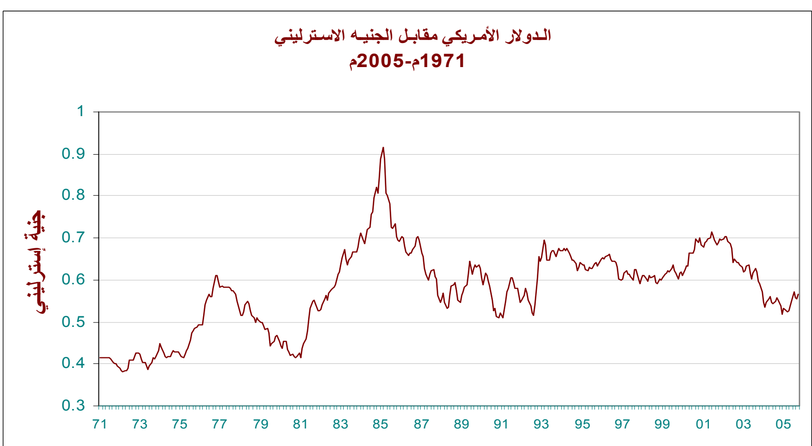
الخلاصة

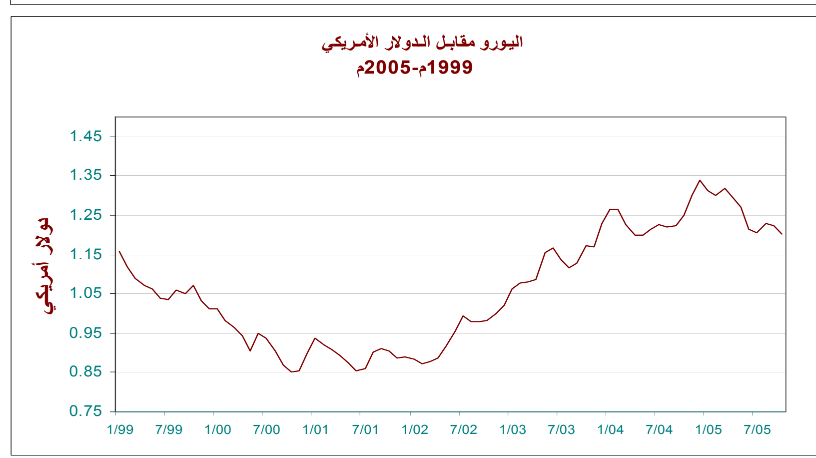
إن التعامل في السلع الآجلة يعتبر من الأساليب المتقدمة في الاستثمار ولا تناسب كل المستثمرين. إلا أن هناك من يرغب في تنويع استثماراته، وهناك من لديه الرغبة في المخاطرة بجزء من رأس ماله لرفع رأس ماله بشكل كبير في وقت قصير، وهناك من يريد أن يعرف بعض الشيء عن هذه الوسيلة الاستثمارية، وهؤلاء قد يجدون في هذا الفصل الخطوة الأولى في هذا الاتجاه.

ومن المهم أن يدرك المستثمر أن السلع الآجلة بأشكالها المختلفة تقدم أهم ميزة للمستثمر عن طريق حماية رأس المال، والتي قد تكون مهمة لمن يستثمر مبالغ كبيرة في الأسواق الأمريكية. كذلك فإن السلع الآجلة توفر وسيلة جيدة للاستثمار في بعض المجالات التي لا تتوفر عن طريق أي

وسيلة أخرى، كالاستثمار في الذهب والزيت الخام، بل حتى عصير البرتقال والزبدة. ومن أشهر ما يتم تداوله في الأسواق الآجلة هناك العملات الدولية، التي تحظى بمتابعة كبيرة من قبل محترفي الاستثمار. وتطرق الفصل كذلك لسوق العملات العيني وتم شرح الطريقة التي يتم فيها تبادل العملات والاستفادة من تقلبات أسعار الصرف.







الشكل ١٨-٥: أسعار بعض العملات في السنوات الماضية.

الفصل التاسع عشر

متفرقات

في هذا الفصل

- ما المقصود بقضايا جماعات المتضررين؟
- ما أنواع الإفلاس وكيف يتم التعامل مع الشركة المفلسة؟
- ما أنواع طرق الاحتيال على الإنترنت وكيف يقي المستثمر نفسه منها؟
- ما المقصود بأكبر شركة؟ وما هي أكبر شركة في أمريكا؟ وما هي أكبر شركة في العالم؟
- ماذا عن انهيار الأسواق؟ كيف سقطت شركة إنرون؟ كيف سقط بنك بيرنجز؟
- ما هي صناديق التحوط؟



أن نختتم الكتاب نقوم هنا بالتطرق لبعض المواضيع والمفاهيم التي لم نتمكن من التطرق لها في الفصول السابقة ونعرضها هنا بشكل مختصر.

قضايا جماعات المتضررين Class-action Lawsuit

يحق لحملة الأسهم رفع قضية قانونية ضد أية شركة تقوم بمخالفة الأنظمة والقوانين المنظمة لعمل الشركات والأسواق المالية بما في ذلك نشر معلومات خاطئة أو مضللة، أو عدم نشر معلومات هامة من شأنها أن تؤثر على وضع الشركة، أو عدم التقيد بنظام الشركات، أو عدم تقيد المسئولين في الشركة بأنظمة التداول التي تحكم من لهم علاقة بالشركة (Insiders)، أو قيام الشركة بارتكاب أخطاء محاسبية، وما إلى ذلك من المخالفات.

إلاّ أن الفرد غالباً لا يستطيع القيام برفع القضية بنفسه، فيقوم بالتعاون مع أحد دور المحاماة المختصين ممن يقوم برفع القضية نيابة عن جميع المتضررين، أو الفئة (Class)، وهم الذين لحقهم الضرر خلال المدة المحددة في الدعوى، فترة القضية (Class Period). فإذا كنت تملك الأسهم

خلال أي يوم من أيام فترة القضية فإنك تعتبر من ضمن جماعة المتضررين وتكون طرفاً في القضية إلا إذا قمت بالتبرؤ من القضية خطياً. وفي معظم الأحوال لا يحتاج الشخص للقيام بأي عمل تجاه قضايا جماعات المتضررين والتي تظهر دعواتها في مواقع كثيرة على الإنترنت، ويحصل المستثمر على نسخة منها بالبريد العادي. فقد يقوم مكتب محاماة بتوجيه دعوة لجماعات المتضررين يبين فيها نوع المخالفة والمدة التي يجب على المستثمر الرد فيها إن أراد ألاّ يكون طرفاً في القضية. معظم الناس يبقى طرفاً في القضية بسبب أنه في الغالب لا توجد هناك خطورة من ذلك، حتى وإن كان الشخص في واقع الأمر يعتبر معرضاً للمقاضاة من قبل الشركة فيما لو كان هناك مدخل قانوني لها. وقليل من الناس يقرر الخروج من القضية ورفع قضية أخرى بنفسه أو عن طريق جهة أخرى.

وبأي حال من الأحوال، إن احتمال الحصول على تعويض مجزٍ يعتبر نادراً جداً. في دراسة قام بها كل من [باجاج ومازومدار وسارين] من جامعة كاليفورنيا تبين أن قيمة التعويض الذي تدفعه الشركة عندما تخسر القضية يتراوح ما بين ٢ إلى ١٠ ملايين دولار، والذي يقسم على جماعة المتضررين الذين يصل عددهم أحياناً إلى مئات الملايين! إلا أن بعض القضايا الكبيرة تصل التعويضات فيها إلى مبالغ كبيرة نسبياً حيث تجاوزت ٦ بلايين دولار في حالة شركة إفلاس وورلد كوم، وحوالي ٥ بلايين دولار في قضية المتضررين من شركة إنرون. ويبين الجدول ١٩-١ عدد القضايا المرفوعة ضد الشركات في بعض الأعوام الماضية.

الجدول ١٩-١: عدد القضايا القانونية ضد الشركات.

العام	عدد القضايا المرفوعة
٢٠٠١	٤٨٦
٢٠٠٠	٢١٦
١٩٩٩	٢٠٩
١٩٩٨	٢٣٦
١٩٩٧	١٧٨
١٩٩٦	١١٠
١٩٩٥	١٨٨
١٩٩٤	٢٣١
١٩٩٣	١٦٣
١٩٩٢	٢٠٢
١٩٩١	١٦٤

المصدر: كلية الحقوق - جامعة ستانفورد

إفلاس الشركة Bankruptcy

يأتي الإفلاس نتيجة عدم قدرة الشركة على دفع ما عليها من مستحقات لصالح بنوك أو أفراد، ونتيجة لذلك تقوم الشركة بإعلان إفلاسها الذي يأتي على شكلين مختلفين. هناك إفلاس البند ١١ (Chapter 11)، والذي يتيح للشركة مواصلة عملها شريطة التزامها ببرنامج معين لإعادة هيكلتها. وهناك إفلاس البند ٧ (Chapter 7)، والذي يعني إيقاف عمل الشركة وتصفية ما لديها من أصول ومن ثم تسديد البنوك المقرضة للشركة أولاً، ومن ثم حملة السندات وأصحاب القروض غير المضمونة كبعض البنوك، ومن ثم حملة الأسهم، وفي الغالب لا يبقى إلا مبلغ قليل جداً لحملة الأسهم.

يبين الجدول ١٩-٢ أكبر عشر حالات إفلاس في تاريخ الولايات المتحدة. لاحظ أن خمساً من الحالات حصلت خلال عام من الزمان، بين ٢٠٠١م-٢٠٠٢م!

الجدول ١٩-٢: أكبر حالات الإفلاس في تاريخ الولايات المتحدة.

الترتيب	الشركة	التاريخ	الأصول (بليون)
١	Enron Corp.	٢٠٠١/١٢	٦٣,٤
٢	Texaco, Inc.	١٩٨٧/٤	٣٥,٩
٣	Financial Corp. of America	١٩٨٨/٩	٣٣,٩
٤	Global Crossing Ltd.	٢٠٠٢/١	٢٥,٥
٥	Pacific Gas and Electric Co.	٢٠٠١/٤	٢١,٥
٦	MCorp	١٩٨٩/٣	٢٠,٢
٧	Kmart Corp.	٢٠٠٢/١	١٧,٠
٨	First Executive Corp.	١٩٩١/٥	١٥,٢
٩	Gibraltar Financial Corp.	١٩٩٠/٢	١٥,٠
١٠	FINOVA Group, Inc., (The)	٢٠٠١/٣	١٤,٠

المصدر: BankruptcyData.com

ماذا عليك أن تفعل عندما تعلن شركة لديك أسهمها الإفلاس؟ أولاً تتمنى ألا يحصل لك ذلك، وثانياً عليك معرفة إن كان الإفلاس للبند ١١ أم للبند ٧، حيث إن الشركة تستمر في العمل عند إفلاس البند ١١ ويستمر تداول أسهمها بشكل طبيعي، وإن كان سعر السهم ينخفض بشكل كبير بعد ذلك. إلا أنه من الممكن أن تخرج الشركة من حالة الإفلاس ويعود سعر سهمها إلى سابق عهده. أما إذا كان الإفلاس للبند ٧ فلا يوجد هناك مخرج عدا محاولة بيع السهم بشكل أو بآخر للحصول

على ما يثبت الإفلاس للاستفادة من ذلك في الضرائب أو لأسباب أخرى، أو قد ينتظر الشخص على أمل أن يسترجع جزءاً مما خسره عندما تنتهي إجراءات التصفية والتي تستغرق غالباً فترة طويلة تصل إلى عدة سنوات.

الاحتيال على الإنترنت وكيفية تجنبه

لقد ذكرنا في صفحة ٣٢ بعض مخاطر التداول على الإنترنت، هنا نتطرق لطرق الاحتيال المختلفة ليتمكن القارئ من معرفتها والحذر منها. معظم هذه الطرق هي في الواقع قديمة ومعروفة ولكن يبدو أن الإنترنت فتحت آفاقاً كبيرة لكيفية تطبيق هذه الحيل.

خطة بونزي Ponzi Scheme

من أشهر طرق الاحتيال على الإنترنت هناك خطة بونزي التي يعود تاريخها إلى تشارلز بونزي، إيطالي الجنسية، الذي مارس أنواعاً كثيرة من سبل الاحتيال، منها ما قام به في عام ١٩٢٠م حين بدأ يعلن للناس بأن لديه طريقة تمكّن الشخص من مضاعفة رأس ماله خلال فترة قصيرة، وكانت فكرته تعتمد على شراء كوبونات طوابع أجنبية بسعر معين، ومن ثم تبديل هذه الكوبونات في أمريكا للحصول على طوابع أمريكية بسعر أقل. ويبدو أنه كان هنالك نوع من الخلل في نظام البريد لفترة معينة، والذي قد يعد نوعاً من الآربيتراج Arbitrage (راجع المصطلحات، صفحة ٥٦٣). إلا أن ذلك لم يكن في الواقع صلب عمله، بل إنه اكتشف من ظاهرة إقبال الناس على تجارته هذه أنه يستطيع أخذ مبالغ كبيرة من الناس بحجة أنه يستطيع أن يضاعف من قيمتها.

ولقد تمكن في الواقع من مضاعفة رأس المال بكل بساطة! كيف؟ عندما يقوم أحد بطلب حصته من الربح يقوم بإعطائه مما جمعه من الآخرين، ولأنه كان كثير الكلام ومقنعاً بشكل جيد، فقد كان معظم الناس لا يطلبون حصتهم من الأرباح بل ينتظرون إلى أن "تتكاثر" الأرباح. وفي نهاية الأمر عندما زاد عدد المطالبين برأس مالهم عن "المستثمرين" الجدد، لم يتمكن بونزي من دفع أي أرباح، وقامت السلطات بالقبض عليه وإيداعه السجن. ومنذ ذلك الحين عرفت أي طريقة تعتمد على جمع أموال الناس بهذا الشكل بخطة Ponzi.

طريقة النفخ ثم الإطاحة Pump and Dump

تمارس هذه الطريقة كثيراً من خلال ساحات النقاش، وتعتمد فكرتها على قيام المحتال بالإشادة بأسهم إحدى الشركات من أجل حث الناس على الشراء ليرتفع السعر، ومن ثم يقوم المحتال ببيع السهم، محققاً بذلك ربحاً جيداً. وقد يكون المحتال شخصاً عادياً أو أحد المحترفين، حيث

تستخدم طرق عديدة ومبتكرة لحث الناس على الشراء، كأن يدعي الشخص أن له معرفة داخلية بالشركة، أو أن الوسيط الذي يعمل معه قد أخبره سراً عن هذه الشركة، وما إلى ذلك. إلا أن الشيء الثابت في ذلك أن السهم عادة يكون لشركة صغيرة لا يتجاوز عدد أسهمها العائمة بضعة ملايين سهم، والذي سرعان ما يأخذ بالارتفاع ويعود للهبوط حالما يقوم المحتال ببيع ما كان لديه من أسهم.

المحتال البريطاني

تذكّرنا طريقة طلب مبلغ قليل من عدد كبير من الناس بذلك البريطاني الشهير الذي كان يقوم كل يوم بقراءة صفحة الوفيات في صحف مدينة لندن، ومن ثم يقوم بالحصول على عناوين الموتى. وبعد عدة أيام يقوم بإرسال خطاب لطيف لمنزل المتوفى يطلب منه التكرم بدفع قيمة مظلة المطر التي اشتراها قبل أسابيع، أو زجاجة العطر، أو القميص أو غيرها. ولأن المبلغ غالباً لا يتجاوز ما يعادل عشرين دولاراً فإن عائلة الفقيد تقوم فوراً بالتسديد من منطلق تبرئة ذمة المتوفى. ولأن المحتال يقوم بإرسال آلاف الرسائل أسبوعياً فإنه يحصل على دخل ثابت يحسده عليه أكبر محترفي وول ستريت! وبالطبع فهو ليس بحاجة للمطالبة بالدفع لأكثر من مرة، تجنباً لإثارة المشاكل مع الناس من ناحية، ومن ناحية أخرى لكي يتجنب عناء المتابعة وإعادة الإرسال!

العمل من المنزل

كثر هذا النوع من الاحتيال لسببين، الأول لما له من مصداقية، حيث إن الإنترنت في الواقع تجعل من الممكن العمل بعيداً عن مقر العمل، وثانياً لأن التكلفة عادة قليلة جداً. تأتي فكرة هذه الطريقة بالإعلان أن هناك فرصة للعمل من المنزل كأن تطلب الشركة المحتالة من الشخص "الموظف" نسخ تقارير على الكمبيوتر وإرسالها إليها مقابل سعر مغر جداً، أو بإدخال رسائل في مظاريف، وما إلى ذلك، وإن كل ما يحتاجه الشخص مجرد دفع رسم التسجيل الذي غالباً لا يزيد عن مائة دولار. وغني عن القول إن المائة دولار لا تعود للشخص ولا توجد هناك تقارير للطباعة. ومحتالون آخرون يدعون العمل في التسويق وغيرها من الأعمال والنتيجة دائماً واحدة.

رسائل النصح والإرشاد

في هذا النوع من الاحتيال تقوم جهة ما بنشر رسالة دورية عن الأسهم والأسواق المالية وفي ثنايا الرسالة تكون هناك إشادة بسهم شركة معينة. وغالباً ما تقوم بعض الشركات الصغيرة بتوظيف إحدى هذه الرسائل لحث الناس على الشراء والتعريف بأسهم الشركة. وتأتي هذه الرسائل إما عن

طريق البريد الإلكتروني، أو عن طريق موقع الرسالة على الإنترنت. وبأي حال يجب على المستثمر عدم تصديق أي جهة لا يعرفها بشكل جيد، والجهات المعروفة كثيرة منها ما تجده في قائمة المجلات المختصة في الاستثمار، راجع الصفحة ٣٣١.

أشهر طرق الاحتيال

من أشهر طرق الاحتيال عن طريق الإنترنت ما يلي:

١. **إرسال بريد جماعي**: يدّعي المخادع أن الشخص يستطيع تحقيق ربح عال جداً عن طريق برنامج كمبيوتر معين واستخدام قوائم لعناوين إلكترونية يتم إرسالها عن طريق الإنترنت.
٢. **الرسالة العنقودية**: طريقة تطلب من الشخص إضافة اسمه إلى قائمة من الأسماء، ومن ثم إرسال دولار واحد لكل من الخمسة أسماء في أعلى القائمة. ومن المفترض أن يحصل الشخص على الدولارات التي يقوم غيره بدفعها عندما يأتي اسمه في أعلى القائمة. وتعد هذه من الطرق الهرمية المعروفة (Pyramid Schemes).
٣. **طرق تخفيف الوزن**: يدعي محتالو هذه الطريقة بأن لديهم علاج ناجح ضد السمنة، وأحياناً لعلاج بعض الأمراض المزمنة، ويطلبون دفع مبلغ قليل مقابل ذلك. وفي معظم الأحيان يقومون في الواقع بإرسال "العلاج" الذي بلا شك لا يشفي ولا يغني ولا يسمن من جوع.
٤. **القروض وبطاقات الائتمان**: هنا تدعي الجهة المحتالة بأنها سوف تساعد الشخص على حل مشاكله المالية بمنحه قرضاً منخفض الفائدة، أو بطاقة ائتمان عالية القيمة.
٥. **الفوز بجائزة**: بهذه الطريقة يحصل الضحية على خطاب إلكتروني بأنه قد فاز بجائزة ما، كرحلة ساحرة إلى مكان ساحر، وإن كل ما على الشخص القيام به مجرد دفع مبلغ معين للتسجيل في المسابقة.
٦. **طرق كسر تشفير محطات التلفزيون**: هنا يدفع الضحية مبلغاً بسيطاً مقابل الحصول على طريقة معينة لفك تشفير القنوات الفضائية أو خدمة التلفزيون الكيبلي.

نصائح التعامل عبر الإنترنت

ختاماً إليك بعض النصائح الواجب إتباعها عند التعامل عبر الإنترنت:

١. تجنب أي عرض يبدو مغرياً للغاية، بغض النظر عن طبيعة العرض. يقال بالإنجليزية إنه إذا كان الأمر يبدو أنه لا يصدق، فربما أنه فعلاً لا يصدّق!

٢. **لا تقم بدفع أي مبلغ من المال مقابل الحصول على شيء من شأنه أن يحقق لك مبلغاً من المال في وقت لاحق، إلا إذا تم ذلك بالطرق الاستثمارية المعروفة، وعن طريق جهات لها مصداقيتها العالية.**
٣. **لا تصدق على الإطلاق أي وعد بتحقيق عائد مضمون يتجاوز ٥٪، ذلك لأن الشيء الوحيد المضمون حالياً (بدون درجة عالية من المخاطرة) هي السندات الحكومية التي تمنح بحدود ٥٪سنوياً وإيداعات البنوك القوية التي تمنح ما يقارب هذا العائد.**
٤. **تجنب أي عرض (في الإنترنت أو خارجها) يصر على اتخاذ القرار الفوري من قبلك، حيث لا يوجد أي مجال استثماري نزيه يتطلب اتخاذ القرار على الفور.**
٥. **لا تصدق ما قد يدّعيه شخص من معرفة داخلية في شركة ما أو بقدرته التحليلية لوضع شركة ما، ذلك لأن من بالفعل يمتلك هذه المعرفة لن يقوم باطلاع غيره عليها وبلا شك إنه يخشى من افتضاح أمره، وبأي حال من الأحوال يجب أن تسأل عن الدافع الذي يجعله ينشر هذه المعلومات "القيمة" في غابة الإنترنت.**

أشهر انهيار للأسواق Market Crash

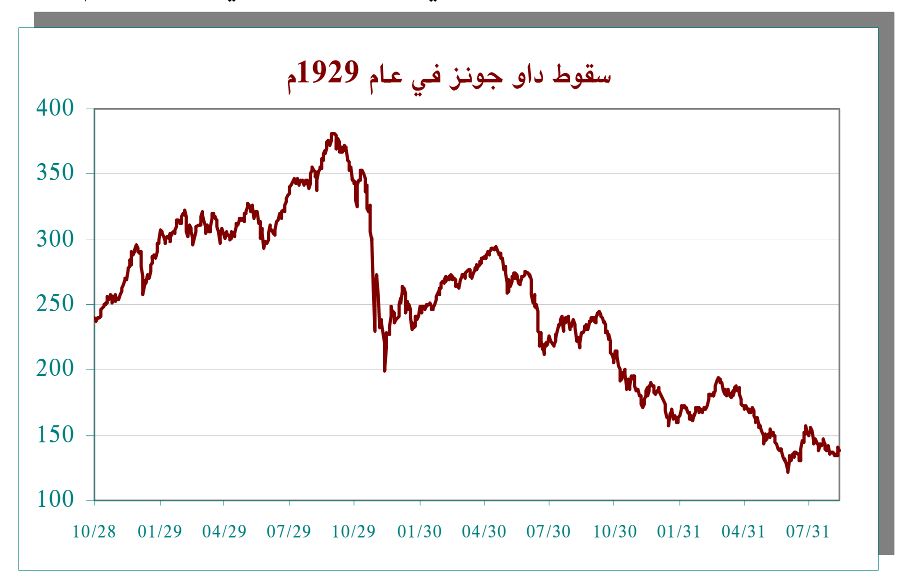
أشهر انهيارات الأسواق تلك التي حدثت في الأعوام ١٩٢٩م و ١٩٨٧م، ومؤخراً في عام ٢٠٠٠م ونستعرضهم فيما يلي.

انهيار عام ١٩٢٩م

وصل مؤشر [داو جونز] في ٣ سبتمبر ١٩٢٩م إلى ٣٨١,٢ نقطة كنتيجة حتمية للثورة الصناعية الأمريكية واشتهار الأسهم بين الناس في ذلك الوقت، مما حدا بالكثير لاستخدام الشراء عن طريق حساب الهامش (Margin). ولكن في ٢٤ أكتوبر سقط المؤشر ٢٠٪ وأتبعها مرة أخرى بسقوط بنسبة ١٣,٥٪ في ٢٨ أكتوبر، وأخيراً بنسبة ١١,٥٪ في ٢٩ أكتوبر، ليحقق المؤشر هبوطاً إجمالياً بلغ حوالي ٤٠٪ عما كان عليه في سبتمبر ٣، ليقفل في ٢٩ أكتوبر عند ٢٣٠,١ نقطة، الشكل ١٩-١.

وأسباب الانهيار كثيرة، منها الاعتماد الكبير على حساب الهامش دون ضوابط صارمة لمنع الحصول على مبالغ ضخمة تفوق رأس المال بعدة أضعاف، إلى جانب عدد من المشاكل المصرفية، حيث كانت البنوك في تلك السنوات في بداية انتشارها وتوسعها ولم تكن هناك أنظمة صارمة لتقنين تصرف البنوك بما لديها من أموال، والتي كانت تُستثمر بشكل كبير في الأسهم. ولم يعد [داو جونز] إلى

سعر ما قبل الانهيار إلا بعد ٢٦ عاماً! بل الأسوأ من ذلك أن المؤشر واصل الهبوط على مدى الثلاث سنوات التالية ليحقق خسارة إضافية بحوالي ٧٥٪ من قيمته في أكتوبر ١٩٢٩م.



الشكل ١٩-١: سقوط مؤشر [داو جونز] في عام ١٩٢٩م.

ولمعالجة هذه المأساة تقرر إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية (SEC)، وفصل عمل البنوك عن عمل الاستثمار، وتم إنشاء شركة التأمين الفدرالية للبنوك (FDIC)، التي تضمن إيداعات البنوك حتى حد معين.

انهيار عام ١٩٨٧م

وصل مؤشر [داو جونز] في ٢٥ أغسطس ١٩٨٧م إلى ٢٧٢٢,٤٤ نقطة، ومن ثم بدأ بالهبوط الخفيف إلى أن انخفض حوالي ١٣٪ خلال الشهرين التاليين، الشكل ١٩-٢. وقد حدث الانهيار الحقيقي في ١٩ أكتوبر عندما هبط [داو جونز] أكثر من ٢٥٪ خلال اليوم، ليستعيد بعض الشيء ويغلق بخسارة ٥٠٨ نقاط، أو ما يعادل ٢٢,٦٪، وبذلك تخسر السوق لذلك اليوم حوالي نصف تريليون من القيمة السوقية الإجمالية! وبالنظر لما حدث ذلك اليوم، يتضح أن من أهم أسباب الانهيار الخوف الشديد الذي اعترى جموع المستثمرين وجعلهم يقررون البيع في الوقت نفسه، دون أن تكون هناك سيولة كافية لامتصاص هذا الخوف. وقد كانت الأسهم قبل الانهيار مرتفعة جداً في نظر الكثير من المحللين، إضافة إلى وجود أقوال غير مؤكدة عن رفع مفاجئ لمعدل الفائدة. وهناك من يلقي اللوم على ما يعرف بالتداول المبرمج الذي يعتقد بأنه ساعد في حدوث الهبوط بشكل

كبير، حيث كان هناك برامج حاسوبية مبرمجة لاتخاذ قرار البيع عند هبوط السوق بنسبة معينة، مما جعل المشكلة تتفاقم وينجرف سيل هائل من الأسهم للسوق بحثاً عمن يشتري.

ولحل هذه المشاكل تم اتخاذ عدد من الخطوات التنظيمية، كالتشديد على نسبة الاقتراض في حسابات الهامش، ووضع إجراءات للحد من الهبوط (راجع الصفحة ٧٠).



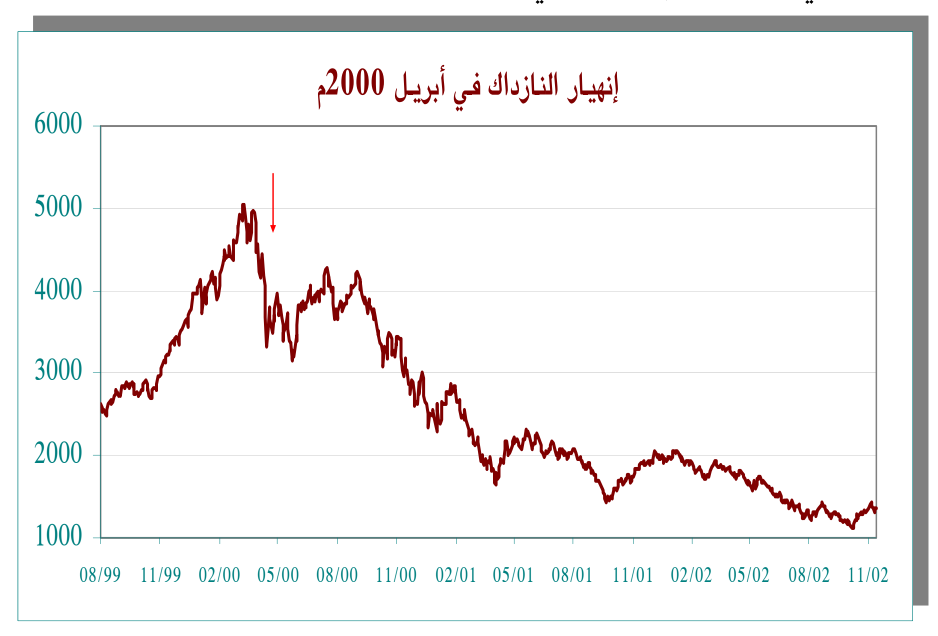
الشكل ١٩-٢: سقوط مؤشر [داو جونز] في عام ١٩٨٧م.

انهيار عام ٢٠٠٠م

ارتفعت الأسهم خلال التسعينيات إلى أن بلغت أعلى درجاتها في مارس ٢٠٠٠م حين تجاوز مؤشر [نازداك] ٥٠٠٠ نقطة، ثم بدأ بالانهيار على دفعات ابتداءً من ٣ أبريل بسقوط بلغ نسبة ٧,٦% في يوم واحد. ومرة أخرى سقوط آخر في ١٢ أبريل بنسبة ٧,٠٥%، وأخيراً سقوط في ١٤ أبريل بنسبة حوالي ٩,٧%، ليخسر المؤشر حوالي ٣٥% عن أعلى سعر حققه في الشهر السابق. وبدأ بعد ذلك المؤشر بالتحسن نوعاً ما، إلا أنه وصل إلى أقل قيمة له في أكتوبر عام ٢٠٠٢م حين بلغ ١١٠٨ نقطة بخسارة حوالي ٧٨% عن أعلى سعر وصل إليه في مارس ٢٠٠٠م، .

وكانت الأسباب كثيرة ولكن ربما أهمها إن أسهم التكنولوجيا بلغت قيماً خيالية بسبب ثورة الإنترنت كصناعة جديدة وأسلوب جديد لتطوير الأعمال وتقليص التكلفة وما إلى ذلك، والذي يعد أمراً حقيقياً إلا أن المبالغة في أهمية الإنترنت وسرعة تحقيق ما بها من فوائد كان له أثر كبير على اندفاع الناس إلى كل ما له علاقة بالإنترنت، حيث وصل مكرر الأرباح لشركات كثيرة إلى المئات

وأحياناً الآلاف. وسبب آخر هام يعود إلى الإنترنت نفسها، حيث إنها جعلت تداول الأسهم أمراً يسيراً وغير مكلف، الأمر الذي جلب مئات الآلاف من البشر من جميع أنحاء العالم إلى الأسواق الأمريكية بحثاً عن العائد السريع، وكثر عندها المتداولون اليوميون والمضاربون مما رفع نسبة العشوائية في أسعار الأسهم وأضر بها في نهاية الأمر.



الشكل ١٩-٣: انهيار مؤشر [نازداك] في أبريل ٢٠٠٠م، بعد أن تجاوز ٥٠٠٠ نقطة ليخسر حوالي ٨٠% من قيمته خلال عامين.

سقوط شركة إنرون Enron Collapse

يعتبر انهيار شركة إنرون الذي حدث في نوفمبر ٢٠٠١م وما عقبه من إفلاس أكبر إفلاس في تاريخ الولايات المتحدة. كيف حدث ولماذا حدث؟

بدأت شركة إنرون كشركة مختصة في الغاز الطبيعي، وسرعان ما كبرت الشركة ودخلت في مجالات أخرى كتجارة الكهرباء والسلع الآجلة والتجارة الإلكترونية وشبكات الحاسب عالية السرعة. حققت الشركة في عام ٢٠٠٠م مبيعات تجاوزت ١٠٠ بليون دولار لتكون سابع أكبر شركة في أمريكا (راجع الجدول ١٩-٣، صفحة ٤٤٩)، وكانت عاشر أكبر شركة من حيث القيمة السوقية (الجدول ١٩-٧، صفحة ٤٥١). بعد ذلك أعلنت الشركة في ٢٥ يناير ٢٠٠١م أنها سوف تحقق أرباحاً أعلى من توقعات المحللين الأمر الذي دفع بسعر السهم لما فوق ٨١ دولاراً. وفي ١٤ أغسطس ٢٠٠١م قدم

الرئيس التنفيذي استقالته بعد ستة أشهر على رأس العمل تحت ظروف غامضة، وكان سعر السهم في حينها حوالي ٤٣ دولاراً.

أعلنت الشركة نتائجها المالية في ١٦ أكتوبر معلنة عن خسارة في الربع الثالث، وبعد ذلك بأيام قليلة قامت هيئة الأوراق والأسواق المالية SEC بمراجعة سجلات الشركة لتكتشف العديد من المخالفات المحاسبية والمالية، واكتشاف خسائر مالية بلغت ٦٠٠ مليون دولار منذ عام ١٩٩٧م. بعد ذلك واصل سعر السهم الهبوط إلى أن بلغ ٤٠ سنتاً حيث أعلنت الشركة إفلاسها في ٢ ديسمبر ٢٠٠١م. وتوالت بعد ذلك فضائح الشركة الكثيرة وعلاقة عدد من السياسيين بالشركة، بما في ذلك الرئيس جورج بوش الابن الذي حصل في وقت من الأوقات على أكثر من ٢٠٠ ألف دولار من الشركة كدعم له في الحملات الانتخابية. وقد حصل رئيس مجلس إدارة الشركة على أكثر من مائة مليون دولار نتيجة قيامه ببيع ما لديه من أسهم في أوقات مختلفة.

سقوط بنك بيرنجز Barings Bank

قصة انهيار بنك بيرنجز من أغرب القصص المالية وأشهرها نظراً لأن سقوط البنك تم على يد شخص واحد عمره لم يتجاوز الثلاثين عاماً حينها، وهو نك ليسون Nick Leeson. هناك عدة كتب تتحدث عن سقوط البنك بالتفصيل، ولكن يظل أفضلها على الإطلاق كتاب "المتداول الطائش"، Rogue Trader، الذي كتبه ليسون بنفسه (انظر المراجع، صفحة ٥٨٧)، وهناك فيلم سينمائي بنفس الاسم صدر في المملكة المتحدة عام ١٩٩٩م.

كان نك ليسون يعمل في فرع البنك في سنغافورة بوظيفة متداول، ولكنه كان ذكياً للغاية وملماً بالأسواق الآجلة وعقود الخيار، مما جعل البنك يثق فيه ثقة كبيرة، حيث أناط به مهمة إنشاء فرع البنك للأسواق الآجلة في سوق سنغافورة. وكان البنك لا يسمح بتداول العقود الآجلة ولا عقود الخيار من أموال البنك نفسه، بمعنى أن البنك يقوم فقط بإتمام عمليات التداول للزبائن. ويسمح البنك كذلك بعمليات الآربيتراج (Arbitrage) بين سوقي سنغافورة وطوكيو، والتي كان يقوم ليسون فيها باستغلال الفارق بين أسعار عقود مؤشر نيكاي الآجلة في سوقي طوكيو وسنغافورة. على سبيل المثال، يقوم ليسون بمتابعة أوامر الشراء في سنغافورة، وإذا وجد من يريد أن يشتري عقود نيكاي بسعر معين في سنغافورة، وآخر يود بيع نفس العقود في طوكيو بسعر أقل، فإنه يقوم مباشرة بالشراء من طوكيو والبيع في سنغافورة، ويحصل على فارق السعر. وهذه طريقة آمنة ١٠٠% حيث لا توجد خطورة من ارتفاع أسعار العقود أو انخفاضها.

إلاّ أن ليسون اكتشف بعد عدة أشهر من قيامه بهذه العمليات أن هناك إمكانية ربح عظيمة فيما لو قام بالتداول من مال البنك، وسرعان ما بدأ بذلك مستغلاً ما لديه من صلاحيات، حيث كان يعمل في ساحة التداول وفي إدارة الحسابات بنفس الوقت. وهذه قد تكون أكبر خطيئة قام بها البنك،

وهي درس قديم ومعروف في المؤسسات المالية، حيث يحذر دائماً من إعطاء شخص واحد صلاحيتين متضادتين.

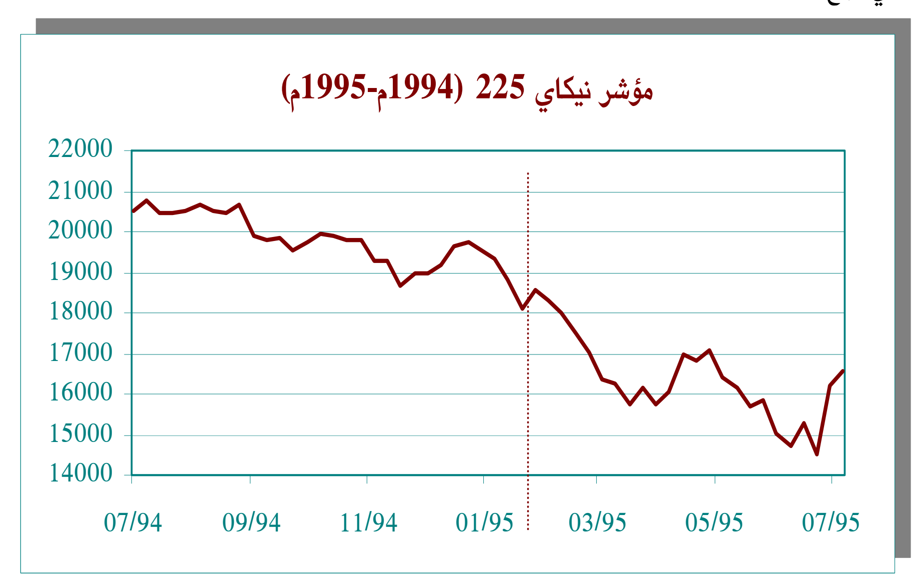
قام ليسون بإنشاء حساب أعطاه رقم ٨٨٨٨٨ وجعله مكاناً لاحتواء الأخطاء الناتجة عن التداول. وهذا الحساب بحد ذاته لا يعتبر مخالفاً للأنظمة، حيث يقوم عدد من الوسطاء بالاحتفاظ به لتسهيل عمليات التداول التي تتم بسرعة وتتطلب المرونة في التعامل مع الأخطاء الحتمية الناتجة من عمليات التداول. فتكون هناك أحياناً أخطاء في تنفيذ عملية البيع أو الشراء، ويقوم المتداول بالبيع في حين أن المقصود الشراء، ويتم شراء عدد غير صحيح من العقود، وهكذا. إلا أن هذه الأخطاء غالباً ما تكون صغيرة فيتم تسجيلها في حساب ٨٨٨٨٨ ويتحملها البنك.

ولكن ليسون قام بأكبر من ذلك، حيث بدأ يتلاعب في حجم الأخطاء وبدأ يسحب مبالغ كبيرة من بنك بيرجنز في لندن لتغطية متطلبات الضمان التي كان يطالب بها سوق سنغافورة في كل يوم. وكان ليسون يتعذر بأنه يحتاج هذه المبالغ لتغطية الضمان في حسابات كبار العملاء والذين يصر ليسون على أنهم سوف يقومون بالتسديد خلال يوم أو يومين، راجع الصفحة ٤١٥ فيما يخص مفهوم الضمان في الأسواق الآجلة. علاوة على ذلك كان ليسون يقوم ببيع وشراء عقود خيار مختلفة، بعضها على مؤشر نيكاي نفسه، والبعض على سندات الحكومة اليابانية، وأخرى على العملة اليابانية في الخارج (Euroyen). وعند استفسار البنك في لندن عن سداد العملاء يدّعي ليسون بأنه تم الإيداع في فرع البنك في سيتي بانك في نيويورك، ولم يقم أحد من بيرنجز ولا من مدققو حساباته بالتأكد من ذلك.

بالنظر إلى خارطة مؤشر نيكاي (الشكل ١٩-٤) نرى كيف أنه لم يكن غريباً أن يخسر ليسون تلك الخسائر التي أدت في النهاية إلى إفلاس البنك. هنا نرى أنه في الفترة التي كان ليسون يشتري العقود الآجلة كان نيكاي في حالة هبوط شديد عقب أحداث الزلزال الذي ضرب مقاطعة كوبي في اليابان. في يوم ٢٠ يناير ١٩٩٥م قام ليسون بشراء ١١ ألف عقد آجل لنيكاي لشهر مارس، وبعد ذلك بثلاثة أيام سقط المؤشر ١٠٠٠ نقطة، وفي وقتها كان عدد العقود لديه أكثر من ٢٧ ألف عقد. وبدلاً من قيامه باتخاذ أي إجراء للحماية من هبوط السعر (Hedging) قام ليسون بشراء المزيد من العقود، حتى كان لديه في ٢٢ فبراير أكثر من ٥٥ ألف عقد لشهر مارس وأكثر من ٥٥٠٠ عقد لشهر يونيو!

ولمزيد من المآسي فقد كان ليسون يبيع عقود بيع PUT على المؤشر نفسه، مما يعني حصوله على بعض المال كـ Premium، وبحسب طبيعة عقود الخيار (الصفحة ٣٨٣)، فإنه في الواقع كان يراهن على أن المؤشر سيرتفع، الأمر الذي لم يحصل على الإطلاق.

في نهاية المطاف قام مدققو الحسابات بتضييق الخناق عليه، واكتشف ليسون أنه في وضع لا يحسد عليه، حيث كانت الخسائر الإجمالية في حينها حوالي ١,١٠ بليون دولار أمريكي. فر ليسون وزوجته ليسا إلى دولة مجاورة ومن ثم إلى ألمانيا حيث تم اعتقاله في مطار فرانكفورت، ومن ثم تم ترحيله إلى سنغافورة حيث حكم عليه بالسجن لمدة ستة أعوام ونصف العام، خرج من السجن بعد مضي أربع سنوات منها.



الشكل ١٩-٤: مؤشر نيكاي ٢٢٥ كان في حالة سقوط طوال الأوقات التي كان فيها ليسون يتداول العقود الآجلة وعقود الخيار على المؤشر.

الشيء المحزن في قصة ليسون أنه شخص موهوب جداً وله شخصية جذابة، وكان يتمتع بحياة سعيدة تشاركه فيها زوجته ليسا، التي تعرّف عليها في إندونيسيا حين كان يعمل في فرع البنك هناك، وأحبها حباً شديداً. وفي عام ١٩٩٨م وهو في السجن تم اكتشاف أنه يعاني من سرطان القولون وأجريت له عملية لمكافحة المرض، وانفصلت عنه زوجته وتزوجت في عام ١٩٩٩م من شخص آخر!

ما هي صناديق التحوط Hedge Funds؟

بالرغم من أنه يطلق على هذا النوع من الصناديق بصناديق التحوط أو الحماية إلا أنه في واقع الأمر لا يقصد بأنها صناديق قليلة المخاطرة أو أنها تستثمر أموالها فقط في الأدوات الاستثمارية

الآمنة، بل العكس من ذلك. فصناديق التحوط هي عبارة عن محافظ مالية تدار من قبل خبراء ماليين متميزين، لديهم معرفة جيدة في سبل الاستثمار المختلفة، يقومون باستثمار ما تحت إدارتهم من أموال بطرق مختلفة، بما في ذلك البيع المُسبق والاقتراض والدخول في فرص استثمارية جديدة ومتعددة ومعقدة. ولا يعرف عدد هذه الصناديق إلى أن التقديرات تشير إلى أن هناك أكثر من ٦٠٠٠ صندوق في الولايات المتحدة (أو إنها صناديق أمريكية تدار من خارج الولايات المتحدة تفادياً لما يترتب على بقائها محلياً من ضرائب ومصاعب قانونية)، ويعتقد أن الأموال التي تحت تصرفها تصل إلى حوالي ٢ تريليون دولار، حسب تقديرات ظهرت في عام ٢٠٠٥م.

تدار هذه الصناديق في الولايات المتحدة على أنها شركات محدودة يديرها شخص مُلزم باستثمار ما يقل عن ٥٠٠ ألف دولار من ماله الخاص في الصندوق ويحصل غالباً على ما نسبته ١٥-٢٥٪ من الأرباح، إلى جانب حوالي ١-٣٪ من رأس مال الصندوق سنوياً مقابل التكاليف الإدارية التي يتكبدها.

ويجب التنبيه أولاً إلى أن هذه الصناديق ممنوعة نظاماً من الإعلان عن خدماتها، ولا يسمح لمن يديرها بالتحدث عنها والترويج لخدماتها، ويعود ذلك لكونها شركات استثمارية محدودة تمنعها هيئة الأسواق المالية SEC من الإعلان حماية لأموال المستثمرين من الأفراد. كما لا يجوز تسجيل أكثر من ٩٩ شخصاً في هذه الصناديق، الأمر الذي يجعلها غالباً لا تقبل اشتراك الأفراد بأقل من ٢٥٠ ألف دولار، ومعظمها يشترط مليون دولار وأكثر. إلا أن هذه الصناديق حققت عوائد مالية متميزة خلال السنين الماضية مقارنة بالمؤشرات الرئيسية. على سبيل المثال، كان العائد المتوسط لصناديق التحوط (حسب مؤشر VAN Hedge Funds Advisors) خلال الأعوام الخمسة ١٩٩٧م-٢٠٠١م يساوي ١٩,٢٪، مقارنة بـ ١٠,٧٪ لمؤشر S&P 500، وكان العائد لبعض الصناديق أكثر من ذلك بكثير. ولكن يبدو أن هناك بوادر أزمة حادة في أداء هذه الصناديق، حيث تبين أن الأداء بشكل عام كان ضعيفاً في عام ٢٠٠٤م، والسبب قد يعود لكثرة هذه الصناديق وضعف إدارة بعضها. والسبب الآخر، كما يظن إتباع فرضية كفاءة السوق، أن التغلب على أداء السوق غير ممكن!

كفاءة السوق؟

كيف يمكن لهذه الصناديق تحقيق عوائد متميزة والتي علمنا من الحديث عن فرضية كفاءة السوق بأنه من شبه المستحيل أن يحقق أحد وبشكل مستمر عائداً أعلى من العائد العام للسوق؟ نعم إن ذلك من الأمور الصعبة جداً، ولكن كما علمنا فهناك حالات لا يصدق فيها مفهوم كفاءة السوق بشكل كبير، منها عندما تتوفر لدى الشخص معرفة داخلية (Insider Information) بالشركة أو بالاقتصاد بشكل عام، مما يجعله قادراً على تحقيق نسبة عائد أعلى من غيره.

ولا يعني ذلك بالضرورة أن من يدير صناديق التحوط لديه معرفة داخلية يستفيد منها، ولكن المقصود هنا أن من يملك معرفة متميزة بشكل أو آخر، قد يتغلب على عقبة كفاءة السوق، راجع ما تطرقنا إليه في الصفحة ١٣٨ عن هذه الفرضية. كما تجب الإشارة إلى أن هناك بعض الصناديق التي كان أداؤها سيئاً للغاية، وكانت هناك حالات إفلاس بعض الصناديق، وحالات إغلاق بعد تراجع في الأداء لصناديق أخرى كثيرة في السنوات الماضية.

طريقة عملها

إن ما تسعى إليه هذه الصناديق يختلف عن الطريقة الساعية إلى تحقيق عائد ينافس العائد المتحقق عن طريق مؤشر [أس آند بي]، حيث إن الهدف هنا هو محاولة تحقيق عائد مطلق وليس نسبي. أي إن ما يقوم به مدير الصندوق هو تحقيق عائد إيجابي بغض النظر عن وضع السوق! كيف يمكنه ذلك؟ هناك عدة طرق وأساليب تستخدم لتحقيق هذا الهدف، ولكن الفكرة بشكلها الأصلي هي أن يقوم مدير الصندوق بالاقتراض لشراء كمية من الأسهم التي يعتقد أنه أُفرط في بيعها (أي أنها "رخيصة") ويقوم بالبيع المُسبق لأسهم يعتقد أنه أُفرط في شرائها (أي أنها "متضخمة"). وفي حالة ارتفاع الأسعار فإنه يربح بشكل كبير من الأسهم التي اشتراها، أي الأسهم "الرخيصة"، مستفيداً من خاصية الرفع leverage المتحققة من الاقتراض. وبالنسبة للأسهم التي باعها مسبقاً فإنها لا ترتفع بشكل كبير، لكونها أصلاً "متضخمة"، وبذلك فأداء مدير الصندوق لا يتأثر من خسارتها كثيراً. وفي حالة هبوط الأسعار فإنه يربح بشكل كبير من الأسهم المباعة مسبقاً والتي تتجاوب بشكل كبير مع الهبوط لكونها "متضخمة"، ويخسر قليلاً من الأسهم التي اشتراها وهي رخيصة (حيث إنه أُفرط في بيعها في ذلك الوقت)، فلا تنخفض كثيراً.

وتطورت صناديق التحوط في السنوات الأخيرة من حيث الأسلوب الاستثماري المتبع، فتجد هناك صناديق تختص في الشركات المفلسة، أو متدنية السعر، أو تلك الواقعة في الأسواق الناشئة كشرق آسيا، أو تلك الشركات التي لها وضع خاص إما بسبب اندماج أو انفصال أو هكذا. وهناك من يستثمر في عدة مجالات في الوقت نفسه، كأن يشتري الذهب ويبيع الفضة، ويشتري أذونات الخزينة لدولة ويبيع أخرى، ويقوم بإجراء عمليات مالية معقدة من مكان لآخر بحثاً عن العائد المناسب.

وليس من السهولة الدخول في هذه الصناديق، ولكن على من لديه رغبة بتخصيص جزء من محفظته لهذه الصناديق البحث عن واحد منها بطريقته الخاصة. وأحد هذه المصادر ستجده في موقع مان سكيوريتيز[١] (في معلومات فتح الحساب)، والذي يعطي معلومات عن عدد من مديري صناديق التحوط المختصين في مجالات متعددة من السلع الآجلة وعقود الخيار والعملات وغيرها، ويمكن

1 http://www.manfutures.com

الاطلاع على أدائهم المدقق خلال الخمس عشرة عاماً الماضية، وأقل مبلغ يقبلون به للدخول في هذا الصندوق، وغيرها من المعلومات.

الفقاعات المالية Financial Bubbles

تأتي الفقاعة المالية نتيجة التضخم غير المنطقي في سعر أصل ما، كالأسهم أو العقار أو أي منتج يتم تداوله بين الناس، مما يجعل السعر يتزايد بشكل سريع ليشد انتباه عامة الناس ويدفعهم للمشاركة بأموالهم طمعاً بالربح السريع. وحين يجد الناس إن العملية مربحة ومريحة في الوقت نفسه، تزداد حدة الشراء ويزداد الجشع والطمع، وبشكل أو آخر يتجاهل الناس القيمة الحقيقة للمنتج، بسبب الربح "المضمون" الذي يشاهدونه بأم أعينهم. فتستمر الأسعار بالصعود، وتتحقق نظرية الأحمق الكبير، التي تقول إن مقابل كل أحمق يشتري هناك أحمق آخر سيشتري بسعر أعلى، إلى أن يصل المنتج إلى يد الأحمق الكبير، الذي يأتي في آخر المطاف ليجد بين يديه منتجاً مبالغاً في سعره، فيضطر للتخلص منه وبيعه بسعر أقل، وهكذا مرة أخرى من أحمق لآخر فتنفجر الفقاعة وتتهاوى قيمة ذلك المنتج إلى القاع.

ومعروف إن ما يجعل الفقاعة تتشكل وتأخذ مصداقية عالية لدى جموع المشاركين هو الربح السريع الذي لا يطوله الشك، وكذا الإشادة والتطبيل المصاحبة لمراحل الفقاعة لدرجة غياب العقل والمنطق وتصديق الناس لأنفسهم، غير مدركين أن الثراء المتحقق هو مجرد انتقال الثروة من أناس لآخرين. وتاريخياً هناك عدد من الفقاعات المالية الموثقة، والتي بالرغم من كثرتها وإدراك المطلعين بما تعنيه وما قد تؤدي إليه، إلا أن هذه الفقاعات لا تزال تظهر من وقت لآخر ومن بلد لآخر. والفقاعات ليست فقاعات اقتصادية فقط، بل إن هناك فقاعات اجتماعية وعلمية وسياسية وغيرها وتأتي نتيجة إيمان الناس بشيء ما والإشهار به إلى درجة عالية، عندها يفقد الشيء بريقه ويفقد خصوصيته التي جعلت منه شيئاً فريداً وهاماً، فتضعف قوته ويقل الإقبال عليه.

فقاعة بحر الجنوب

تعتبر فقاعة بحر الجنوب من أشهر الفقاعات التاريخية، وتعود قصتها إلى عام ١٧١١م بعد خروج بريطانيا من حرب جعلتها في ديون طائلة. عندها قررت الحكومة البريطانية التعاون مع شركة بحر الجنوب، بحيث تقوم الشركة بتمويل الحكومة مقابل فائدة سنوية بمقدار ٦ %. ولكي تقتنع الشركة بهذا العرض، فقد قامت الحكومة بمنحها صلاحيات كبيرة وحقوق تجارية عديدة مما جعل الشركة تتمتع بقوى احتكارية عظيمة (أو أن الشركة اعتقدت ذلك)، لتستفيد في نهاية الأمر من جذب المستثمرين إليها، ومن ثم طرح كميات كبيرة من الأسهم للاكتتاب. وكأي فقاعة أخرى فقد أصبحت هذه الشركة حديث الناس، ولم يعد هناك أحد لم يستثمر بها بشكل أو بآخر، بما في ذلك مواطنو

الدول المجاورة. وبسبب كثرة الكلام عن الانتعاش التجاري المتوقع زادت الآمال وزاد الطمع في نفوس الناس، وظهرت شركات أخرى شبيهة بشركة بحر الجنوب، وزادت حدة التنافس بين الشركات على استقطاب أموال المستثمرين.

وفي نهاية الأمر تبين أن الكثير من وعود الشركة لم تكن ممكنة التحقيق، وإن الأرباح العالية لن تأتي عن قريب، إن أتت أصلاً. وإن الصلاحيات والحقوق الممنوحة للشركة لم تكن بالشكل الذي روجت له الشركة. وزاد الطين بلة عندما اكتشف المستثمرون أن مديري الشركة قد باعوا جميع أسهمهم في الشركة، مما سارع من حدة التخوف لديهم وسرعان ما هوت أسهم الشركة ولم تعد لها قيمة. ويقال إن الاقتصاد البريطاني أمضى حوالي مائة عام قبل أن ينتعش مرة أخرى، ناهيك عن الخسائر المالية التي لحقت بأناس كثيرين والمشاكل الاجتماعية التي حلت بالبلاد.

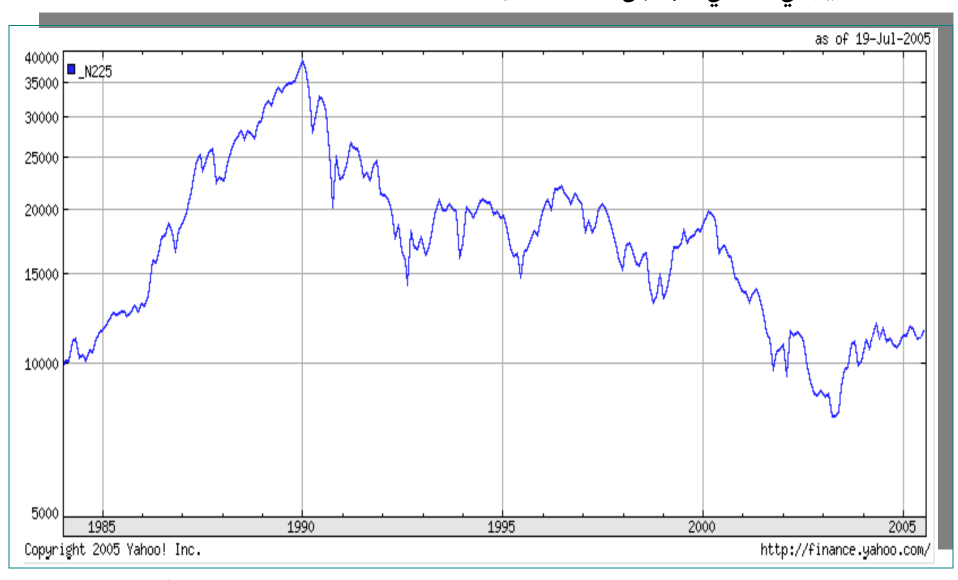
فقاعة الزنابق الهولندية

ظهرت هذه الفقاعة في هولندا قبل نحو ٣٠٠ عام، وجاءت نتيجة اشتهار أزهار الزنبق بين عامة الناس بعد أن كانت حكراً على الطبقات البرجوازية، فتسارع الناس في شرائها وتسارعوا في زراعتها وتحسين نوعيتها. فظهرت هناك أسواقاً كبيرة لها، وتم توقيع عقود توريد لها في نهاية كل موسم، حيث وصل سعر الزهرة الواحدة في وقت من الأوقات إلى ٢٥٠٠ فلورين، أو ما يعادل الدخل الشهري لأسرة كاملة. وكانت الزنابق تباع وتشترى مباشرة في البورصات المالية، بما في ذلك أسواق العقود المستقبلية، إلى أن بدأ الناس يشكّون في حقيقة استمرار الطلب على هذه الأزهار واستمرار تصاعد أسعارها بذلك الشكل، فبدؤوا بالبيع الجماعي وبأسعار رخيصة وبقي أناس كثيرون في يديهم عقود مستقبلية عالية الثمن لا تستحق عُشر ثمنها، وحصل الانفجار فتهاوت الأسعار وربح من ربح، وهم القلة الذين باعوا في الفترات السابقة، وخسر من خسر، وهم الأغلبية الساحقة.

فقاعة الاقتصاد الياباني

منذ السبعينيات الميلادية وحتى نهاية الثمانينيات الميلادية كان الاقتصاد الياباني حديث الناس وموضع إعجاب مهيب، وذلك نتيجة ما حققه من نمو سنوي كبير وازدهار عظيم، وما صاحبه من تفوق جبار للصناعات اليابانية خصوصاً في مجال الإلكترونيات والسيارات. وجاءت قمة التسارع والنمو عقب سياسة مالية مرنة اتخذتها اليابان في قطاعها المالي، فخفضت من معدلات الفائدة وأرخت قيود الاقتراض فنشأت حركة مالية سريعة وتوافرت سيولة عالية لم تجد مكاناً لها أفضل من العقار وأسواق الأسهم. وبعد أن تبين للمسئولين عدم إمكانية استمرار الوضع كما هو اضطروا في أول عام ١٩٩٠م لرفع معدل الفائدة لكبح جماح الاقتصاد المنطلق، مما أدى إلى تسارع شديد في

الهبوط الاقتصادي ونتج عنه انفجار الفقاعة الاقتصادية على مدى أكثر من ١٥ عاماً لم يستطع الاقتصاد الياباني التعافي منها إلى الآن، الشكل ١٩-٥.



الشكل ١٩-٥: انهيار الاقتصاد الياباني يتضح من خلال هبوط مؤشر نيكاي ٢٢٥ الذي خسر أكثر من ٧٠% من قيمته في ١٢ عاماً، ولم يستعد إلى الآن أكثر من ثلث أعلى سعر كان عليه.

إحصاءات وأرقام

فيما يلي استعراض لبعض الأرقام والإحصائيات الشيقة التي تجيب عن عدد من الأسئلة التي قد تدور في ذهن القارئ، وهذه الأرقام بلا شك تتغير من وقت لآخر، إلا أنها تعطي تصوراً جيداً عن وضع الشركات والأسواق في أمريكا.

أكبر الشركات في أمريكا والعالم

كثير من الناس يسأل هذا السؤال بدون تحديد ما يقصده في سؤاله. فهل السؤال عن أكبر شركة من حيث المبيعات، أم الأرباح، أم القيمة السوقية، أم عدد الموظفين، أم ماذا؟ إليك بالجواب حسب منتصف عام ٢٠٠٥م في القوائم التالية.

الجدول ١٩-٣: أكبر عشر شركات من حيث المبيعات، حسب منتصف عام ٢٠٠٥م.

الترتيب	الشركة	الرمز	المبيعات (بليون)
١	Wal-Mart Stores	WMT	٢٨٥
٢	British Petroleum	BP	٢٨٥
٣	Royal Dutch/Shell	RD	٢٦٥
٤	Exxon Mobil	XOM	٢٦٤
٥	General Motors	GM	١٩٣
٦	DaimlerChrysler	DCX	١٩٣
٧	Ford Motors	F	١٧١
٨	Toyotal Motors	TM	١٦٦
٩	General Electric	GE	١٥٢
١٠	Chevron Texaco	CVX	١٤٣

المصدر: مجلة FORBES

الجدول ١٩-٤: أكبر عشر شركات من حيث الأرباح، حسب منتصف عام ٢٠٠٥م.

الترتيب	الشركة	الرمز	الأرباح (بليون)
١	Exxon Mobil	XOM	٢٥
٢	Royal Dutch/Shell	RD	١٩
٣	Citigroup	C	١٧
٤	General Electric	GE	١٧
٥	British Petroleum	BP	١٦
٦	Bank of America	BAC	١٤
٧	Pfizer	PFE	١١
٨	Toyotal Motors	TM	١١
٩	American Intl Group	AIG	١١
١٠	Wal-Mart Stores	WMT	١٠

المصدر: مجلة FORBES

الجدول ١٩-٥: أكبر عشر شركات من حيث الأصول، حسب منتصف عام ٢٠٠٥م.

الترتيب	الشركة	الرمز	الأصول (بليون)
١	Citigroup	C	١,٤٨٤
٢	Mizuho Financial (Japan)	-	١,٣٠٧
٣	BNP Paribas (France)	-	١,٢٢٨
٤	JP Morgan Chase	JPM	١,١٣٨
٥	Allianz Worldwide (Germany)	AZ	١,١٢٧
٦	Royal Bank of Scotland	RBS-PL	١,١٢٠
٧	UBS (Switzerland)	UBS	١,١١٦
٨	Bank of America	BAC	١,١١٠
٩	HSBC Group	HBC	١,٠٣١
١٠	Mitsubish	MTF	١,٠١٥

المصدر: مجلة FORBES

الجدول ١٩-٦: أكبر عشر شركات من حيث عدد الموظفين، حسب عام ٢٠٠٠م.

الترتيب	الشركة	الرمز	عدد الموظفين (ألف)
١	MCDONALDS CP	MCD	٤٣٨
٢	SIEMENS A G ADR	SI	٤٣٠
٣	PETROCHINA CO ADS	PTR	٤٢٤
٤	CHINA PETRO & CHE	SNP	٣٨٩
٥	UNITED PARCEL SVC	UPS	٣٨٤
٦	INTL BUSINESS MAC	IBM	٣٤٨
٧	MATSUSHITA EL IND	MC	٣٣٤
٨	FORD MOTOR CO	F	٣٢٤
٩	GEN MOTORS	GM	٣٢٤
١٠	SODEXHO ALLIANCE	SDX	٣١٢

المصدر: موقع [ياهو]

الجدول ١٩-٧: أكبر عشر شركات من حيث القيمة السوقية، منتصف ٢٠٠٥م.

الترتيب	الشركة	الرمز	القيمة السوقية (بليون)
١	Exxon Mobil	XOM	٣٧٩
٢	General Electric	GE	٣٧٢
٣	Microsoft	MSFT	٢٧٧
٤	British Petroleum	BP	٢٣٧
٥	Citi Group	C	٢٣١
٦	Wal-Mart Stores	WMT	٢٠٧
٧	Pfizer	PFE	١٩٧
٨	Johnson & Johnson	JJ	١٩١
٩	Bank of America	BAC	١٨٩
١٠	HSBC Group	HBC	١٨٧

المصدر: [ياهو]

الجدول ١٩-٨: أكبر عشر شركات غير أمريكية من حيث المبيعات، منتصف ٢٠٠٥م.

الترتيب	الشركة	الرمز	المبيعات (بليون)
١	British Petroleum (بريطانيا)	BP	٢٨٥
٢	Royal Dutch/Shell Group (ألمانيا)	RD	٢٦٥
٣	DaimlerChrysler (ألمانيا)	DCX	١٩٢
٤	Toyota Motor (اليابان)	TM	١٦٦
٥	TotalFina Elf (فرنسا)	TOT	١٣٢
٦	VolksWagon group (ألمانيا)	VOW	١٢١
٧	Allianz Worldwide (ألمانيا)	AZ	١١٨
٨	Nippon Tel & Tel (ألمانيا)	NTT	١٠٦
٩	AXA Group (فرنسا)	AXA	٩٨
١٠	Siemens Group (ألمانيا)	MTF	٩٣

المصدر: مجلة FORBES

إحصاءات الأسواق

تبين الجداول التالية بعض المعلومات عن عدد الأسهم المتداولة وعدد الشركات، وأكبر ارتفاع وانخفاض لمؤشر [نازداك]:

الجدول ١٩-٩: معدل عدد الأسهم المتداولة يومياً في سوق نيويورك، وعدد الشركات المسجلة.

العام	عدد الأسهم (مليون)	عدد الشركات
١٩٩٠	١٥٧	١,٧٧٤
١٩٩١	١٧٩	١,٨٨٥
١٩٩٢	٢٠٢	٢,٠٨٩
١٩٩٣	٢٦٥	٢,٣٦١
١٩٩٤	٢٩١	٢,٥٧٠
١٩٩٥	٣٤٦	٢,٦٧٥
١٩٩٦	٤١٢	٢,٩٠٧
١٩٩٧	٥٢٧	٣,٠٤٧
١٩٩٨	٦٧٤	٣,١١٤
١٩٩٩	٨٠٩	٣,٠٢٥
٢٠٠٠	١,٠٢٤	٢,٨٦٢
٢٠٠١	١,٢٤٠	٢,٧٩٨
٢٠٠٢	١,٤٤١	٢,٧٨٣
٢٠٠٣	١,٣٩٨	٢,٧٥٠
٢٠٠٤	١,٤٤٢	٢,٧٤٧

المصدر: سوق نيويورك

الجدول ١٩-١٠: عدد الشركات المطروحة (IPO) في الأسواق الأمريكية جمعاء.

العام	العدد
١٩٩١	٣٨٠
١٩٩٢	٥٢٨
١٩٩٣	٦٢٨
١٩٩٤	٥٣٩
١٩٩٥	٥٥٧
١٩٩٦	٧٨٦
١٩٩٧	٦٠٣
١٩٩٨	٣٦٢
١٩٩٩	٥٤٥
٢٠٠٠	٤٥١
٢٠٠١	١٠١
٢٠٠٢	٨٨
٢٠٠٣	٨٢

المصدر: سوق [نازداك]

الجدول ١٩-١١: أكبر ارتفاع لمؤشر [نازداك] في يوم واحد (%)،حتى منتصف ٢٠٠٥م.

التاريخ	النسبة
٣ يناير ٢٠٠١	%١٤,١٧
٥ ديسمبر ٢٠٠٠	%١٠,٤٨
٥ أبريل ٢٠٠١	%٨,٩٢
١٨ أبريل ٢٠٠١	%٨,١٢
٣٠ مايو ٢٠٠٠	%٧,٩٤
١٣ أكتوبر ٢٠٠٠	%٧,٨٧
١٩ أكتوبر ٢٠٠٠	%٧,٧٩
٨ مايو ٢٠٠٢	%٧,٧٨
٢٢ ديسمبر ٢٠٠٠	%٧,٥٦
٢١ أكتوبر ١٩٨٧	%٧,٣٤

المصدر: سوق [نازداك]

الجدول ١٩-١٢: أكبر انخفاض لمؤشر [نازداك] في يوم واحد (%)، حتى منتصف ٢٠٠٥م.

التاريخ	عدد النقاط
١٩ أكتوبر ١٩٨٧	%١١,٣٥
١٤ أبريل ٢٠٠٠	%٩,٦٧
٢٠ أكتوبر ١٩٨٧	%٩
٢٦ أكتوبر ١٩٨٧	%٩
٣١ أغسطس ١٩٩٨	%٨,٥٦
٣ أبريل ٢٠٠٠	%٧,٦٤
٢ يناير ٢٠٠١	%٧,٢٣
٢٠ ديسمبر ٢٠٠٠	%٧,١٢
١٢ أبريل ٢٠٠٠	%٧,٠٦
٢٧ أكتوبر ١٩٩٧	%٧,٠٢

المصدر: سوق [نازداك]

الجدول ١٩ -١٣: أفضل أداء لشركات [أس آند بي ٥٠٠] (ارتفاع السعر خلال عام واحد).

العام	الشركة	نمو السعر
٢٠٠٠	Dynegy Inc	%٣٦١
١٩٩٩	QUALCOMM Inc	%٢،٦١٨
١٩٩٨	Dell Computer Corp	%٢٤٨
١٩٩٧	Dell Computer Corp	%٢١٦
١٩٩٦	Dell Computer Corp	%٢٠٧
١٩٩٥	USAir Group	%٢١٢
١٩٩٤	Micron Technology	%١٣٧
١٩٩٣	Lotus Development	%١٨٠
١٩٩٢	DSC Communications	%٤٦٨
١٩٩١	Data General	%٢٦٧
١٩٩٠	Home Depot	%٥٨

المصدر: شركة ستاندارد آند بورز http://www.standardandpoors.com

الجدول ١٩ -١٤: أكبر شركات [أس آند بي ٥٠٠] (السعر السوقي Market Cap في نهاية العام).

العام	الشركة	السعر السوقي (بليون دولار)
٢٠٠٠	General Electric	٤٧٥
١٩٩٩	Microsoft Corp	٦٠٤
١٩٩٨	Microsoft Corp	٣٤٦
١٩٩٧	General Electric	٢٤٠
١٩٩٦	General Electric	١٦٣
١٩٩٥	General Electric	١٢٠
١٩٩٤	General Electric	٨٧
١٩٩٣	General Electric	٨٩
١٩٩٢	Exxon Corp	٧٦
١٩٩١	Exxon Corp	٧٦
١٩٩٠	Intl Business Machines (IBM)	٦٥

المصدر: شركة ستاندارد آند بورز http://www.standardandpoors.com

الجدول ١٩ -١٥: أفضل أداء لشركات [أس آند بي ٥٠٠] (ارتفاع السعر خلال عام واحد).

العام	الشركة	نمو السعر
٢٠٠٠	Dynegy Inc	%٣٦١
١٩٩٩	QUALCOMM Inc	%٢،٦١٨
١٩٩٨	Dell Computer Corp	%٢٤٨
١٩٩٧	Dell Computer Corp	%٢١٦
١٩٩٦	Dell Computer Corp	%٢٠٧
١٩٩٥	USAir Group	%٢١٢
١٩٩٤	Micron Technology	%١٣٧
١٩٩٣	Lotus Development	%١٨٠
١٩٩٢	DSC Communications	%٤٦٨
١٩٩١	Data General	%٢٦٧
١٩٩٠	Home Depot	%٥٨

المصدر: شركة ستاندارد آند بورز http://www.standardandpoors.com

الجدول ١٩-١٦: العطل الرسمية للأسواق الأمريكية.

الإجازة	التاريخ
يوم رأس السنة	١ يناير
يوم مارتن لوثر كنج	ثالث إثنين من يناير
يوم عيد ميلاد الرئيس (واشنطن و لنكولن)	١٢ أو ١٥ فبراير
يوم الجمعة المباركة	ثالث جمعة من أبريل
يوم عيد التذكار	آخر أربعاء من مايو
يوم عيد الاستقلال	٤ يوليو
يوم عيد العمال	أول إثنين من سبتمبر
يوم عيد الشكر	آخر خميس من نوفمبر
يوم عيد الميلاد	٢٥ ديسمبر

حقائق وأرقام

- أول شركة تم تسجيلها في سوق نيويورك هي بنك نيويورك (New York Bank) عام ١٧٩٢م.
- الشركة الأكبر عمراً مسجلة في سوق نيويورك هي شركة براون (Browne & Company)، ولكنها لم تسجل في السوق إلا عام ١٩٩٩م.
- أعلى سعر تم دفعه لعضوية مقعد في سوق نيويورك كان مبلغ ٢,٥٥ مليون دولار في عام ٢٠٠٢م.
- عدد الشركات المسجلة في سوق نيويورك في عام ٢٠٠٠م كانت حوالي ٣٠٣٠ شركة، بقيمة سوقية إجمالية تزيد عن ١٢ تريليون دولار.
- عدد الشركات الأجنبية في سوق نيويورك حوالي ٣٨٢ شركة، لا توجد بينها شركة عربية.
- عدد الشركات المسجلة في سوق [نازداك] في عام ٢٠٠٠م كانت حوالي ٥٢٠٠ شركة، بقيمة سوقية تقارب ٤ تريليون دولار، مما يدل على صغر حجم شركات [نازداك]، مقارنة بسوق نيويورك.
- عدد الشركات الأجنبية في سوق [نازداك] حوالي ٥٠٠ شركة، لا توجد بينها شركة عربية.



الباب السادس :

الأسهم السعودية

الأسهم السعودية[1]

في هذا الملحق

- لما الدخول في السوق السعودي وما أسباب الصعود في السنوات الأخيرة؟
- ما علاقة سعر البترول بحركة الأسهم السعودية؟ وكيف يختلف سوق الأسهم السعودي عن السوق الأمريكي؟
- كيف يتحدد سعر الافتتاح؟ وكيف يحسب المؤشر العام؟
- كيف يتم الاكتتاب؟ وأين توجد المعلومات عن السوق السعودي؟
- هل يمكن تطبيق ما ورد في الكتاب عن الأسهم الأمريكية على السوق السعودي؟
- هل يجدي التحليل الفني مع الأسهم السعودية؟ وكيف نحلل السوق السعودي باستخدام التحليل الأساسي؟
- ما هي الصناديق الاستثمارية؟ وإلى أين يتجه السوق السعودي؟

حتى سنوات قليلة كان التعامل بالأسهم في المملكة العربية السعودية مقصوراً بشكل كبير على الاستثمار على المدى الطويل، وذلك لسببين رئيسيين: الأول يعود للنظرة التقليدية للأسهم على أنها رمز للاستثمار طويل المدى، كما عرفته دول كثيرة ومارسته الشعوب على مدى سنين طويلة، والسبب الثاني يعود إلى الصعوبة البالغة في عملية بيع الأسهم بشكل سريع في غياب سوق منظمة عالية السيولة. وكان التعامل في الأسهم في السنوات الماضية مقصوراً على فئة معينة من المستثمرين ممن لديه المعرفة بطبيعة السوق وآليته، وحتى تلك الفئة كانت تعاني من صعوبات كثيرة وتعقيدات في آلية البيع والشراء، حيث كان البيع والشراء يتم في مكاتب عقارية أو في مكاتب

[1] يمكن قراءة هذا الباب بشكل مستقل أو كتطبيق لما جاء في الكتاب من مفاهيم وأساليب على سوق الأسهم السعودية.

متخصصة في الأسهم، ولم يكن يُعرف سعر السوق للسهم بشكل متفق عليه، بل كان على الشخص الانتقال من مكتب إلى آخر بحثاً عن أفضل الأسعار. وعندما تتم عملية الشراء أو البيع بين اثنين فعليهما التوجه لمقر الشركة صاحبة الأسهم لنقل الملكية، أو كما تم لاحقاً عليهم الذهاب لأحد البنوك وتعبئة أوراق طلب نقل الملكية، الأمر الذي كان يستغرق عدة أيام لإنهاء العملية.

وبالطبع، فقد تغير كل ذلك على مراحل، وأصبح الآن بالإمكان البيع والشراء خلال ثوان من المنزل وانتقال الملكية فوراً من شخص لآخر. وهذا التغير الهام في تنظيم السوق وطريقة عمله ساعد في جذب الناس لسوق الأسهم وزيادة السيولة فيه.

أنشئت أول شركة سعودية مساهمة قبل حوالي ٦٠ عاماً وهي الشركة العربية للسيارات، وبلغ عدد الشركات المساهمة ١٤ شركة في عام ١٩٧٥م، تلا ذلك في عام ١٩٨٤م إنشاء شركة تسجيل الأسهم لتحل مشكلة التسوية ونقل الملكية والتي كانت تتم بطريقة غير مركزية وتسببت في الكثير من المشاكل. وفي عام ١٩٨٩م أصبحت عملية التسجيل هذه تدار بطريقة آلية، مما ساعد في إطلاق ما يمكن أن نسميها البورصة الإلكترونية في عام ١٩٩٠م من خلال نظام إلكتروني يسمى "إيسيس"، والذي جعل من الممكن ترتيب أوامر البيع والشراء حسب أسعارها وتسلسلها الزمني، وبالتالي إجراء الصفقات بطريقة آلية، وهذا النظام بدوره تطور وأصبح نظام "تداول" الحالي.

الاقتصاد السعودي

من منطلق تنويع الوسائل الاستثمارية والبحث عن العائد المناسب أينما وجد، على المستثمر الجاد الاستفادة من النمو المتوقع للسوق السعودي في السنوات القادمة، وعلى المضارب التعرف على طبيعة السوق والتعامل معه بالطريقة المناسبة.

يتميز السوق السعودي بقوة اقتصاده، حيث نجد أن الناتج المحلي الإجمالي ارتفع بمقدار الضعف تقريباً ما بين عامي ١٩٩٤م و ٢٠٠٤م (من حوالي ٥٠٠ بليون ريال إلى أكثر من ٩٠٠ بليون ريال)، وازدادت ميزانية الدولة خلال الفترة نفسها بمقدار الضعفين، من حوالي ١٣٠ بليون ريال إلى حوالي ٤٠٠ بليون ريال. ويلاحظ التحسن الكبير في الحساب الجاري للاقتصاد في السنوات الخمس الماضية، حيث وصل إلى أكثر من ١٨٠ بليون ريال، والذي يعتبر مؤشراً قوياً ويدل على تحسن المكانة الاقتصادية للمملكة وارتفاع مدخراتها من الموجودات الأجنبية، التي بلغت بدورها حوالي ٥٠٠ بليون ريال.

بل قد يكون أحد أهم المؤشرات الايجابية للمتعامل في سوق الأسهم السعودي ما نراه من نمو جيد للقطاع الخاص غير النفطي، حيث نجد أن هناك نمواً يصل في المتوسط إلى حوالي ٤٪ سنوياً، بل إنه وصل في عام ٢٠٠٤م إلى ٥,٧٠٪، مما يعني أن مبيعات الشركات السعودية في نمو

مطرد. وصحيح أن النمو ليس في كل القطاعات ولا في كل الشركات، إلا أنه يظل من المؤشرات الإيجابية لواقع الاقتصاد السعودي.

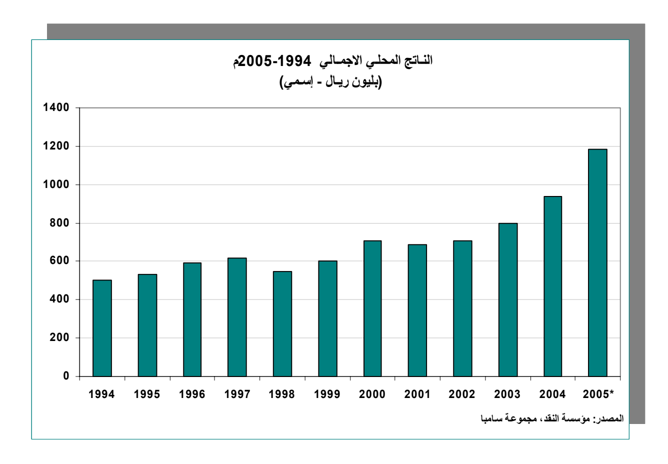
علاوة على ذلك نجد أن تضخم الأسعار في المملكة يعتبر مستقراً إلى حد كبير، وإن هناك تحسناً ملحوظاً في قدرة الدولة على السيطرة على قضية الدين العام، الذي سوف تكون له نتائج إيجابية على قوة الاقتصاد وقدرة الدولة على الصرف والاستثمار في البنيات التحتية وفي بناء الإنسان. ومن ناحية أخرى، هناك بالطبع الطلب المتزايد على البترول ومنتجاته والذي من المتوقع أن يستمر لسنوات عديدة، إضافة إلى النتائج الايجابية الأولية لعدد من برامج الإصلاح التي بدأت تؤتي ثمارها، وأخيراً انضمام المملكة لمنظمة التجارة العالمية. وعند الأخذ في الاعتبار السيولة النقدية العالية في البلاد، وكون السوق لا يزال في مراحله الأولية من النمو والتوسع في عدد الشركات المدرجة فيه، وما نراه من خطوات إيجابية نحو تطوير هيكل السوق وتنظيمه، نجد عندها أن السوق السعودي أمام مراحل ازدهار ونمو جيدة، وإن له جاذبية قوية لا بد للمستثمر والمضارب على حد السواء الاستفادة منها.

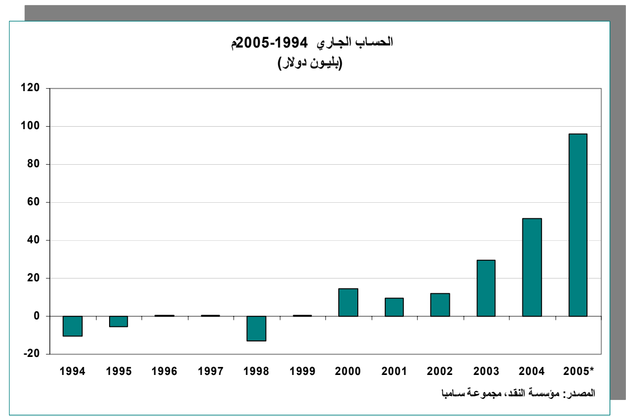
ومن النواحي السلبية الواجب أخذها بالاعتبار أن هيكلية السوق لم تكتمل بعد، فهناك العديد من الأنظمة واللوائح التنفيذية التي لم تصدر بعد، ولا يوجد هناك صنّاع للسوق، مما يعرّض السوق لارتفاعات وانخفاضات حادة، ولا توجد بعض أوامر التداول المتقدمة، ولا تزال العمولة مرتفعة جداً.

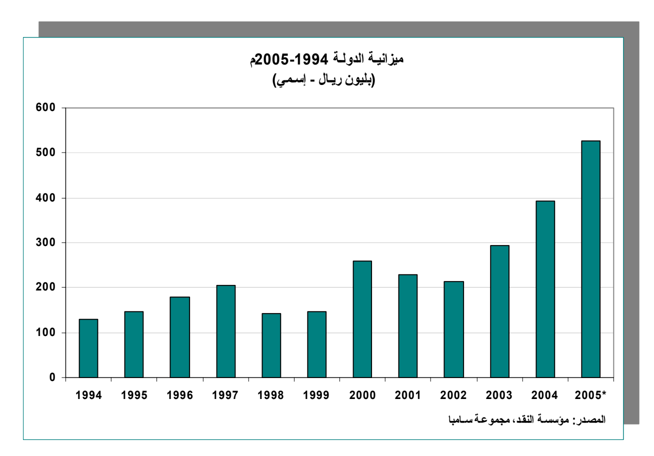
متوسط دخل الفرد

ذكرنا في الصفحة ٢٠١ بعض المعلومات عن الناتج المحلي الإجمالي ومتوسط دخل الفرد، وبالرغم من النمو المطرد للاقتصاد السعودي خلال الخمس وعشرين عاماً الماضية إلا أن هناك من ركّز على الانخفاض الكبير في متوسط دخل الفرد خلال هذه الفترة، واعتبر ذلك ضعفاً في الاقتصاد الوطني ومدعاة لاستنفار جميع القوى لإيقاف هذا التدهور الخطير، كما يزعم. والواقع إن مثل هذه القراءة للواقع خاطئة، فأولاً متوسط الدخل لا يعني مرتب الشخص الشهري ولا ثروته ولا رفاهيته، بل هو مجرد قسمة الناتج المحلي الإجمالي على عدد السكان. ويعود سبب انخفاضه في المملكة أولاً للارتفاع الحاد في عدد السكان، وثانياً لطبيعة التركيبة السكانية التي دخل من ضمنها خلال الخمس وعشرين عاماً الماضية عدد كبير من الأيدي العاملة المنزلية والعمالة الرخيصة. ومشاركة هذه العمالة وصغار السن من السكان في الناتج الإجمالي بطبيعة الحال ضعيفة، لكن ذلك لا يعني ضعفاً في قوة الاقتصاد ونموه.

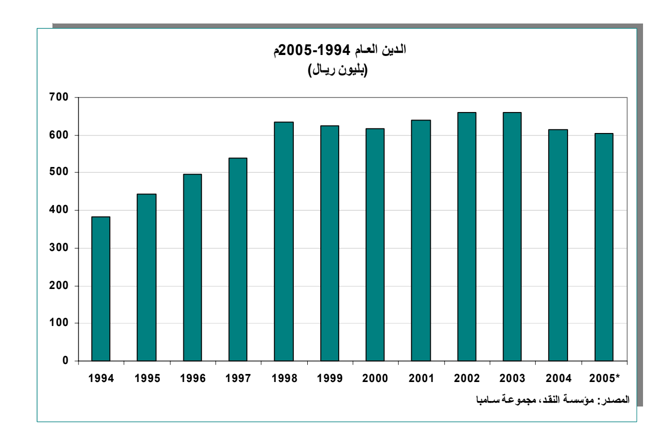
أنظر الشكل ١، والشكل ٢، والشكل ٣ لمعرفة بعض البيانات الاقتصادية الرئيسية الخاصة بالاقتصاد السعودي خلال السنوات الماضية، ولاحظ النمو الجيد في السنوات الثلاث الماضية.

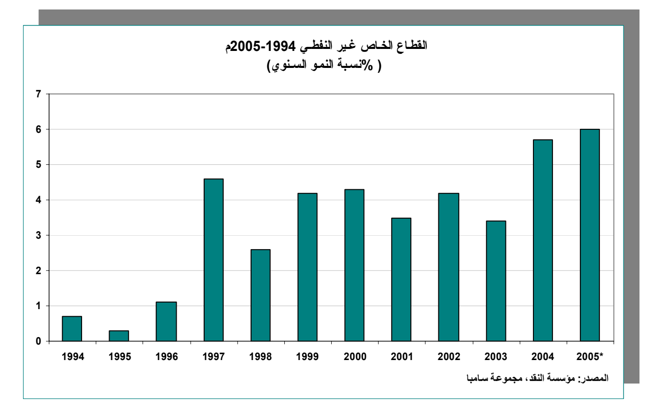


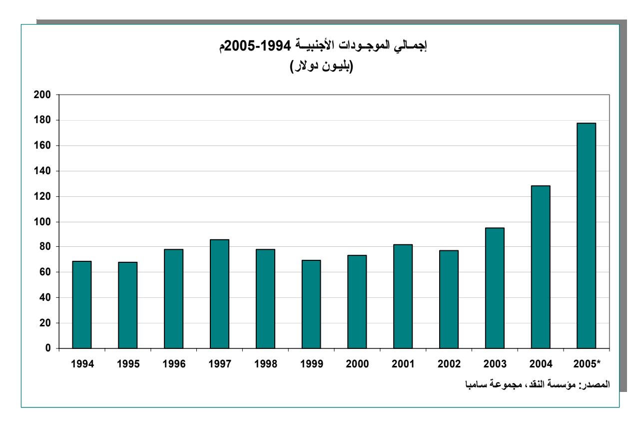




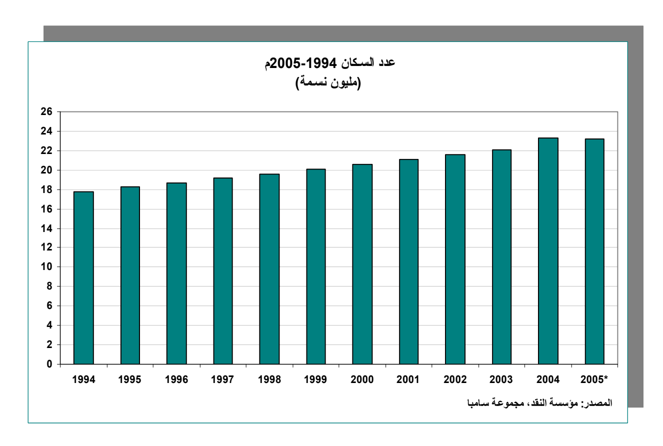
الشكل ١: بعض الأرقام الإحصائية الخاصة بالاقتصاد السعودي ٣/١.

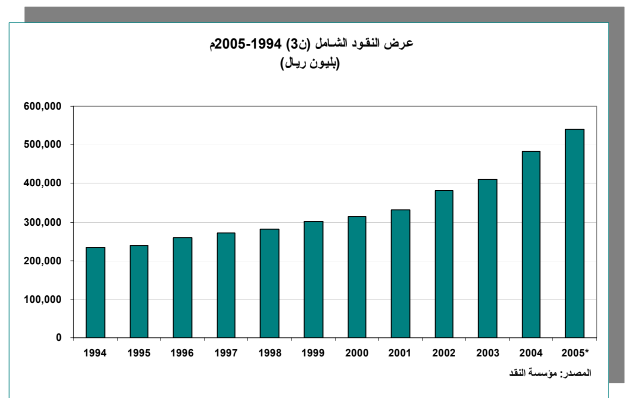


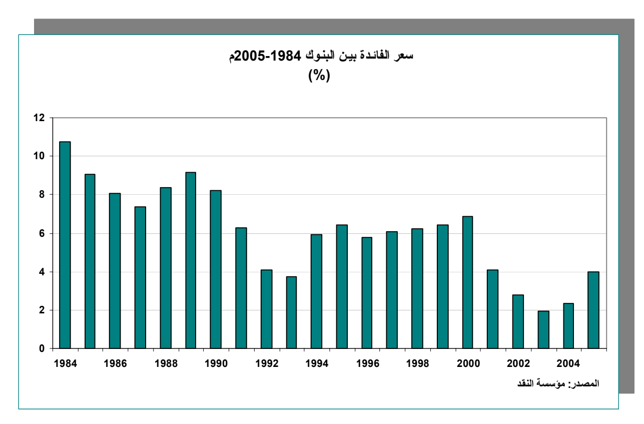




الشكل ٢: بعض الأرقام الإحصائية الخاصة بالاقتصاد السعودي ٣/٢.







الشكل ٣: بعض الأرقام الإحصائية الخاصة بالاقتصاد السعودي ٣/٣.

متابعة عرض النقود

ذكرنا أهمية متابعة مستويات عرض النقود وتأثير ذلك على الحركة الاقتصادية للبلاد (راجع صفحة ٢٠٢)، حيث وجدنا إن عرض النقود ن١ يشمل العملات الورقية والمعدنية المتوفرة في أيدي الناس إضافة إلى المبالغ المالية في الحسابات الجارية. لذا فإن نمو ن١ يدل بشكل كبير على ارتفاع حجم الودائع والتي تأتي غالباً نتيجة النمو الكبير في القروض المصرفية للأفراد والشركات (راجع فكرة خلق النقود من قبل البنوك في صفحة ٢٠٥). أما حركة عرض النقود ن٢ (والذي يشمل الودائع الادخارية والزمنية) فيتأثر بشكل كبير نتيجة ازدياد حجم هذه الودائع لدى البنوك إما بسبب جاذبية سعر الفائدة المقدم من البنوك أو لعدم وجود فرص استثمارية مناسبة لدى الناس، الأمر الذي يجعلهم يلجئون إلى إيداع أموالهم لدى البنوك. وبالنسبة لمقياس ن٣ فهو يتأثر بحركة الودائع الكبيرة بين المؤسسات المالية الكبيرة، وليس بين الأفراد. لذا فمن المتوقع أن تؤدي القيود النظامية التي فرضت مؤخراً على الاقتراض المصرفي إلى هبوط مستوى ن١، ونتوقع كذلك أن يزداد مستوى ن٢ بسبب نمو الودائع الادخارية والزمنية نتيجة الارتفاع المستمر لسعر الفائدة عما كان عليه في السنوات الماضية.

أداء السوق السعودي

يبين الجدول ١ كيف أن الاستثمار في الأسهم السعودية على مدى الواحد وعشرين عاماً الماضية أدى إلى نتائج متميزة، وذلك على فرض أن الشخص استثمر في محفظة شاملة لجميع الأسهم السعودية، وبدون أخذ الأرباح الموزعة في الحسبان (والتي من الممكن أن تضيف ١% سنوياً). من هذا يتضح أن الاستثمار في الأسهم خلال الأعوام الماضية في المملكة قد أدى إلى عائد تراكمي سنوي يفوق ١٤%، وهو أفضل بكثير من الاستثمار في العقار، وأبسط منه بكثير! ونلاحظ أخيراً أن النمو السنوي في الست سنوات الماضية، والذي تجاوز ٤٢% سنوياً يعتبر نمواً قوياً وغير مألوف.

هناك بورصات دولية أحياناً تحقق ارتفاعات كبيرة جداً، ولكن يكون السبب في الغالب راجع لتضخم الأسعار في تلك الدولة، وليس بسبب الاقبال على شراء الأسهم، ولا يؤخذ كدليل على نمو السوق وقوته.

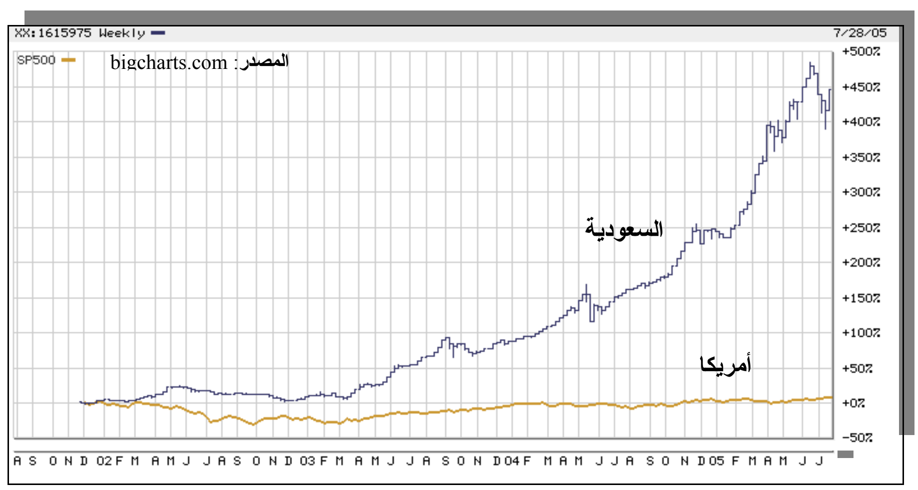
الجدول ١: مصير استثمار مبلغ ١٠٠ ألف ريال في السوق السعودي على مدى ٢١ عاماً.

تاريخ استثمار ١٠٠ ألف ريال سعودي	المبلغ في نهاية عام ٢٠٠٥م	مدة الاستثمار	العائد التراكمي السنوي
١٩٨٥/١/١م	١,٦٤٠,٠٠٠ ريال	٢١ عاماً	١٤,٣%
١٩٩٠/١/١م	١,٥٥٥,٠٠٠ ريال	١٦ عاماً	١٨,٧%
١٩٩٥/١/١م	١,٣١٧,٠٠٠ ريال	١١ عاماً	٢٦,٤%
٢٠٠٠/١/١م	٨٢٨,٠٠٠ ريال	٦ أعوام	٤٢,٢%

المصدر: د. فهد الحويماني من بيانات رسمية.

أسباب صعود السوق

ما أسباب الصعود القوي للسوق السعودي ابتداءً من عام ٢٠٠٣م؟ انظر إلى الشكل ٤ لمقارنة أداء السوق السعودي مع السوق الأمريكي، ممثلاً بمؤشر [أس آند بي ٥٠٠]، الأقرب شبهاً في محتواه وطريقة حسابه للمؤشر السعودي. لاحظ أن مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] (وفي الواقع معظم المؤشرات الدولية الأخرى) أخذ بالارتفاع منذ بدء الحرب في العراق، إلا أن المؤشر السعودي انطلق بشكل قوي وبنسبة ارتفاع أعلى وصلت في نهاية عام ٢٠٠٤م إلى حوالي ٢٤٠%.



الشكل ٤: مقارنة نمو المؤشر العام للسوق السعودي ونمو مؤشر [أس آند بي ٥٠٠] لمدة ثلاث سنوات وثمانية أشهر، حيث ارتفع السوق السعودي بنسبة وصلت إلى حوالي ٤٥٠% في نهاية يوليو ٢٠٠٥م، بينما يظهر السوق الأمريكي بارتفاع طفيف خلال المدة نفسها.

وبالعودة للأسباب التي أدت إلى هذا الارتفاع، نجد أن العامل الرئيسي المشترك في البورصات العالمية يعود لبوادر الانتعاش في الاقتصاديات العالمية بعد مرحلة تباطؤ استمرت حوالي ٣ سنوات، لذا كانت معظم الأرقام الاقتصادية مشجعة، وبالذات تلك الخاصة بالاقتصاد الأمريكي، حيث عاود الناتج المحلي الإجمالي نموه المعتاد (بحدود ٤% سنوياً) بعد الهبوط الشديد في الأعوام ٢٠٠٠-٢٠٠٢م. إلا أن هناك أسباباً خاصة بالسوق السعودي يمكن إيجازها بما يلي:

- **عودة رؤوس الأموال:** بسبب الهبوط الشديد للبورصات الدولية خلال السنوات الثلاث السابقة قام كثير من المستثمرين بالخروج من تلك البورصات وضخوا أموالهم في المملكة، التي لم يتأثر سوقها كثيراً بذلك الهبوط الدولي.
- **الإرهاب وتجميد الحسابات:** بسبب نشاط الحكومة الأمريكية ودول أخرى كثيرة في مجال محاربة الإرهاب وتقصي حركة الأموال وتجميد بعض الحسابات، فقد رأى كثير من المستثمرين من أفراد وشركات ضرورة سحب أموالهم من تلك الدول تجنباً لوقوع أي مشاكل هم في غنى عنها.
- **ضخ الأموال في القطاع الخاص:** هذه الأموال العائدة وجدت طريقها في مجالين رئيسيين، الأول هو سوق الأسهم ذاته كبديل للبورصات الدولية، حيث إن نسبة كبيرة من الأموال العائدة كانت أموالاً مستثمرة في أسهم وسندات خارجية، فكان لا بد لها من البحث عن بديل مشابه. أما المجال الآخر التي وجدت الأسهم طريقها إليه، فكان مجال التجارة والأعمال حيث قام مستثمرون بإنشاء شركات ومؤسسات في مجالات مختلفة، وبالتالي استفاد الاقتصاد بشكل عام من ذلك، خصوصاً الشركات المساهمة ذات الأسهم العامة التي حظيت بزيادة كبيرة في مبيعاتها بسبب تلك الحركة الاقتصادية الجديدة.
- **الوضع الجيد للاقتصاد السعودي:** بسبب الإقبال الدولي الكبير على البترول ومنتجاته، وبالذات من قبل الصين وكوريا، وفي ظل التخوف من الوضع في العراق، فقد ارتفعت أسعار البترول إلى مستويات عالية، صبّت في نهاية الأمر في قلب الاقتصاد السعودي.
- **معدل الفائدة المنخفض:** نظراً لارتباط الريال السعودي بالدولار[٢] فإن معدل الفائدة على الريال السعودي قريب جداً لمعدل الفائدة على الدولار الأمريكي، الذي بدوره شهد مرحلة هبوط حاد خلال السنوات الثلاث السابقة، حيث انخفض سعر التمويل الفدرالي الأمريكي من ٦,٥٠% في

[2] تم ربط الريال السعودي بالدولار الأمريكي بصورة رسمية في ٢٠٠٣/١/١م وفقاً لقرارات قمة مجلس التعاون الخليجي وذلك تمهيداً لإصدار العملة الموحدة في عام ٢٠١٠م، وقبل ذلك كان الريال مرتبطاً بسلة عملات مقرة من قبل صندوق النقد الدولي.

أول عام ٢٠٠٠م إلى ١% في منتصف عام ٢٠٠٣م. لذا فلم يكن هناك خيار أمام المستثمرين عدا الخروج بأموالهم من البنوك والبحث عن عائد أفضل. ومن المهم إدراك نقطة هامة وهي أن أكثر الشركات في السعودية تقوم بإيداع رأس مالها العامل (أو ما يعرف بـ Working Capital) في البنوك والحصول مقابل ذلك على فائدة بسيطة، بدلاً من ترك هذه الأموال بشكل نقدي بحت. لذا فإن الذي حصل في السنوات الماضية كبديل لترك الأموال في البنوك أن معظم أموال الشركات وجدت طريقها إلى سوق الأسهم، بالرغم من خطورة مثل هذا التصرف على الشركات. ولا ننسى كذلك أن ثبات نسبة الزكاة عند ٢,٥٠% أمام معدل فائدة أقل من ذلك بكثير، قد فاقم من حجم المشكلة وساعد في هروب الأموال من البنوك. ومن جانب آخر، فإن معدل الفائدة المنخفض جعل من الممكن للجميع الاقتراض من البنوك وضخ هذه الأموال في سوق الأسهم مباشرة أو في مجالات تجارية مختلفة.

- **طرح أسهم شركة الاتصالات السعودية**: لقد أدى ضخ نحو ٩٠ مليون سهم من أسهم شركة الاتصالات السعودية في سوق الأسهم، وما تلاه من اكتتابات أخرى، إلى خلق حملة إعلامية كبرى لسوق الأسهم وما يمكن أن يتحقق فيه من أرباح عالية، خصوصاً عندما حقق سعر سهم شركة الاتصالات عائداً بلغ ٢٠٠% خلال عام واحد من تاريخ الاكتتاب، وما تلى ذلك من اكتتابات أخرى ناجحة.

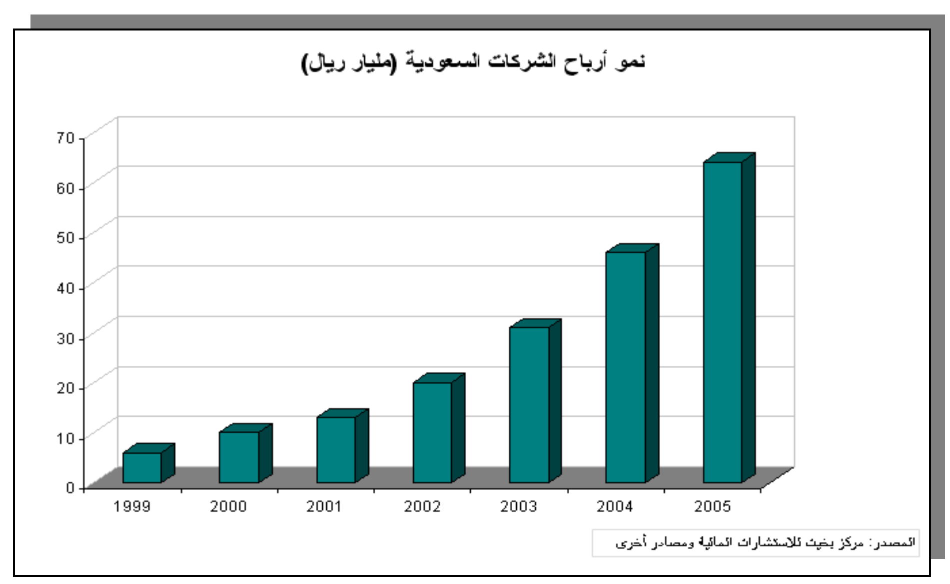
علاقة سعر البترول بالسوق السعودي

يبين الشكل ٥ العلاقة التي تربط سوق الأسهم السعودي بسعر البترول، ومنه نرى أن هناك علاقة قوية حيث يرتفع المؤشر العام وينخفض تماشياً مع سعر البترول، مع ملاحظة أن الأسعار الظاهرة في الشكل عبارة عن أسعار أسبوعية للمؤشر العام للسوق السعودي، وأسعار أسبوعية لعقود الزيت الخفيف المتداولة في سوق نيويورك للطاقة. ومن هذا الشكل ومثيله للسنوات السابقة تتأكد صحة العلاقة بين سعر البترول وحركة الأسهم السعودية، والتي في نهاية الأمر يمكن أن تستخدم في معرفة توجه أسعار الأسهم في السعودية. ومن الطبيعي أن يتأثر الاقتصاد بشكل إيجابي نتيجة تحسن أسعار البترول وتنتعش ميزانية الدولة وبالتالي تتأثر إيجابياً بقية الشركات سواءً العاملة منها في مجال البترول والكيمياويات أو غيرها.

إذاً نجد أن تأثير ارتفاع سعر البترول ليس مجرد تأثير شكلي على سوق الأسهم، بل إن له علاقة مباشرة بنمو أرباح الشركات السعودية والتي تستفيد بطبيعة الحال من التحسن الاقتصادي الناتج من ارتفاع أسعار البترول، نتيجة الزيادة في ميزانية الدولة وزيادة المصروفات الاستثمارية والتنموية للدولة.



الشكل ٥: ارتفاع السوق السعودي وانخفاضه من عام لآخر له علاقة واضحة بسعر البترول.



الشكل ٦: ارتفاع السوق السعودي في السنوات الخمس الماضية أتى نتيجة ارتفاع أرباح الشركات السعودية.

ومن الشكل ٦ نجد أن أحد الأسباب الرئيسية لارتفاع أسعار الأسهم السعودية خلال السنوات الخمس الماضية جاء نتيجة الارتفاع الملحوظ في أرباح الشركات. وبالطبع ليست كل الشركات رابحة، وبعضها ربحت في السنوات الأخيرة من شوق الأسهم ذاته، إلا إنه بالامكان القول إجمالاً أن حركة الأسهم تأثرت بسبب نمو أرباح وليس العكس.

مكونات السوق

يتكون سوق الأسهم السعودي (كما في أبريل عام ٢٠٠٥م) من ٧٤ شركة مصنفة إلى ٨ قطاعات، يتم فيها تداول أكثر من ٢,٦ بليون سهم بقيمة سوقية تجاوزت ١,٥ تريليون ريال[٣]. وتأتي الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك) كأكبر شركة في السوق بقيمة سوقية تجاوزت ٥٠٠ بليون ريال (حوالي ثلث حجم السوق)، تليها شركة الاتصالات السعودية بحوالي ٢٣٠ بليون ريال (١٥% من السوق) ومن ثم الشركة السعودية للكهرباء بحوالي ٩٠ بليون ريال (حوالي ٦ % من السوق)، أي أن أكثر من ٥٠% من القيمة الإجمالية للسوق تأتي من هذه الشركات الثلاث.

وتتفاوت ملكية الحكومة (ممثلة بصندوق الاستثمارات العامة) في الشركات المساهمة بنسب تزيد أحياناً عن ٧٠%، كما هو الحال في شركة الكهرباء وسابك والشركة العقارية وشركة الاتصالات، وتتناقص إلى ١% أو أقل كما في بعض شركات الاسمنت. معنى ذلك أن أكثر من ثلثي الأسهم هي ملك للدولة، الأمر الذي له تأثير كبير على القيم السوقية للأسهم، وبالتالي طريقة حساب مؤشرات السوق والقطاعات المكونة له، وله كذلك تأثير كبير على توفر الأسهم في يد المستثمرين والمضاربين.



الشكل ٧: الأطراف المعنية بسوق الأسهم السعودي، من أفراد وبنوك ووسطاء وشركات وجهات حكومية.

يبين الشكل ٧ الأطراف المعنية بسوق السهم السعودي وهي الجهات الحكومية وغير الحكومية والأفراد وغيرهم ممن يقوم السوق عليهم ويؤثرون في السوق بشكل أو آخر، ويتأثر السوق نتيجة

---

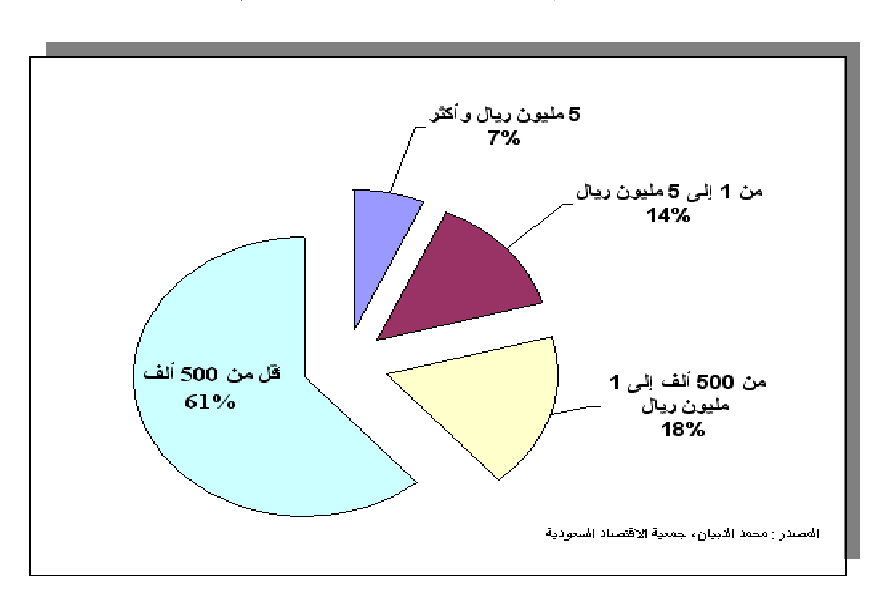
[3] أضيفت إلى السوق لاحقاً خمس شركات جديدة هي بنك البلاد وشركة سدافكو وشركة المراعي وشركة ينساب وشركة الدريس، وتجاوزت القيمة السوقية لجميع الأسهم ٢,٥٠. تريليون ريال في يناير ٢٠٠٦م.

تصرفاتهم. والهدف من هذا الشكل هو لمجرد إعطاء تصور عام عن مكونات السوق والأطراف العاملة فيه.

المتعاملون وطبيعتهم

في دراسة لطبيعة المتعاملين في سوق الأسهم السعودي[4]، تمت في أواخر ٢٠٠٥م، تبين أن ٢٥٪ من المستجيبين للاستفتاء كان هدفهم من الاستثمار الربح السريع، و٢٣٪ بسبب سهولة تحويل الأسهم إلى سيولة نقدية، وحوالي ٢٠٪ بسبب عدم وجود قنوات استثمارية بديلة ومفيدة. كذلك تشير الدراسة إلى أن نسبة ٣٩٪ من المتعاملين تعتمد على الاقتراض، وأن حجم الاستثمارات لدى المتعاملين في السوق السعودي تبلغ أقل من نصف مليون ريال في ٦١٪ من المتعاملين، كما هو مبين في الشكل ٨، مما يدل على أن نسبة كبيرة من المتعاملين هم من صغار المستثمرين.

ومن الاستنتاجات الأخرى لهذه الدراسة أن حوالي ٥٧٪ من المتعاملين لديه بعض المعرفة بطرق التحليل الفني، مقابل حوالي ٦٢٪ ممن يمتلك بعض المعرفة بطرق التحليل الأساسي، وأن فقط حوالي ١٤٪ يمتلك معرفة جيدة بهذه الطرق. وأشارت الدراسة إلى أن حوالي ٦٦٪ من المتعاملين أفاد بأنه رابح من استثماره في الأسهم، والبقية خاسرون، وإن ٣٧٪ منهم أرجع السبب لنقص الخبرة، و١٤٪ بسبب عدم الشفافية، و٧٪ نسبها إلى عدم فاعلية هيئة السوق المالية.



الشكل ٨: مقدار المبالغ التي يستثمر بها المتعاملون في سوق الأسهم السعودية.

4 "الأسهم المحلية ودورها في دعم الاقتصاد الوطني"، جمعية الاقتصاد السعودية، ٢٠٠٥م.

أنظمة السوق

هناك عدد من الأنظمة التي تحكم عمل السوق، والتي من المفيد للمتعامل الجاد التعرف عليها لما لها من تأثير على عمل الشركات والبنوك، وطرق حل المنازعات، وطبيعة حركة الأسهم وغيرها من أمور. ونقوم فيما يلي باستعراض أهم ما في نظام الشركات، ونظام مراقبة البنوك، وعمل لجنة تسوية الخلافات المصرفية ولجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، إضافة لأهم ملامح نظام السوق المالية.

نظام الشركات

صدر قبل أكثر من ٤٠ عاماً نظام الشركات السعودية، وبالرغم من قوة هذا النظام وبقائه صالحاً طوال هذه المدة، إلا أنه بحاجة إلى تحديث وتطوير، الأمر الذي يتم حالياً ومن المتوقع صدور النظام الجديد قريباً. ومن المهم للمستثمر الجاد والمختص معرفة أبرز جوانب هذا النظام وعلاقته بالشركات المساهمة.

تنص المادة ٤٩ من النظام على ألاّ يقل رأس مال شركة المساهمة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام عن عشرة ملايين ريال سعودي، ولا يقل المدفوع من رأس المال عند تأسيس الشركة عن نصف الحد الأدنى، ولا تقل قيمة السهم عن خمسين ريالاً سعودياً (غُيرت مؤخراً إلى عشرة ريالات). وهذا يفسر اللجوء المستمر للشركات لرفع رأس مالها عندما تريد أن تخفض من قيمة السهم السوقية، لكونها محدودة بـ ٥٠ ريالاً كحد أدنى للقيمة الاسمية للسهم.

ونصت المادة ٥٦ على أن يظل الاكتتاب مفتوحاً مدة لا تقل عن عشرة أيام ولا تتجاوز تسعين يوما، وألا يتم تأسيس الشركة إلا إذا تم الاكتتاب بكامل رأس المال. وفيما يخص قدرة المؤسسين على تداول أسهمهم، فإن المادة ١٠٠ من النظام تمنعهم من القيام بذلك قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح عن سنتين ماليتين كاملتين، اعتباراً من تاريخ تأسيس الشركة، إلا أنه يُسمح بنقل ملكية الأسهم من مؤسس لآخر أو إلى أحد أعضاء مجلس الإدارة لتقديمها كضمان للإدارة. ولا يجوز لأعضاء مجلس الإدارة، بأي حال من الأحوال، الحصول على مكافآت سنوية من أرباح الشركة تزيد عن ١٠٪ من صافي الأرباح، وليس قبل توزيع أرباح على المساهمين لا تقل عن ٥٪ من رأس المال.

ويجب على كل شركة مساهمة (المادة ١٢٥) تجنيب ١٠٪ من الأرباح الصافية في كل عام لتكوين احتياطياً نظامياً، إلى أن يبلغ مقدار الاحتياطي نصف رأس المال، وبعد ذلك فليست الشركة ملزمة بزيادة أي مبالغ لهذا الاحتياطي، إلا أن النظام يشجع على الاحتفاظ بأكثر من ذلك على شكل احتياطيات إنفاقية وغيرها. والهدف من الاحتياطي النظامي هو للاستخدام في تغطية خسائر

الشركة أو لزيادة رأس مالها، ولا يجوز توزيع أرباح على المساهمين ما لم يبلغ الاحتياطي النظامي نصف رأس مال الشركة. كما لا يجوز للشركة التصرف بما لديها من احتياطيات إلا بموافقة الجمعية العامة غير العادية، وبالنسبة للبنوك فيجب تجنيب ٢٥٪ من الأرباح الصافية كاحتياطي نظامي إلى أن يبلغ مقدار هذا الاحتياطي كامل رأس مال البنك.

عندما تقرر الشركة المساهمة توزيع أرباح على مساهميها، وعلى فرض أن الاحتياطي النظامي لديها يساوي نصف رأس المال أو أكثر، فيجب ألا تقل نسبة الأرباح الموزعة عن ٥٪ من رأس مال الشركة، الأمر الذي يفسر جزئياً النظرة الايجابية من قبل المساهمين عندما تعلن الشركة عن رفع رأس مالها (مما يؤدي إلى زيادة مقدار الأرباح الموزعة). ولا يمنع النظام قيام الشركة بزيادة رأس مالها متى شاءت، طالما أن قرار زيادة رأس المال يتم بموافقة الجمعية العامة غير العادية، وأن يكون رأس المال الأصلي قد دفع بالكامل.

يجيز النظام (المادة ١٣٥) زيادة رأس المال بأي من الطرق التالية:

- ✓ إصدار أسهم جديدة تدفع قيمتها نقداً أو مقابل حصص عينية.
- ✓ إصدار أسهم جديدة كتغطية لديون الشركة.
- ✓ إصدار أسهم جديدة بمقدار فائض الاحتياطي.
- ✓ زيادة القيمة الاسمية للأسهم المتداولة بمقدار الفائض المذكور.
- ✓ إصدار أسهم جديدة مقابل حصص التأسيس أو السندات المتداولة.

وعندما تبلغ خسائر الشركة المساهمة ثلاثة أرباع رأس المال، فيجب النظر في استمرار الشركة أو حلها من قبل الجمعية العامة غير العادية (المادة ١٤٨).

ويمكن خفض رأس مال الشركة من قبل الجمعية العامة غير العادية إذا زاد عن حاجة الشركة أو بسبب تعثر الشركة، وذلك بأي من الطرق التالية:

- ✓ رد جزء من القيمة الاسمية للسهم إلى المساهمين.
- ✓ تخفيض القيمة الاسمية للسهم بما يعادل الخسارة التي أصابت الشركة.
- ✓ إلغاء عدد من الأسهم يعادل القدر المطلوب تخفيضه.
- ✓ شراء عدد من الأسهم يعادل القدر المطلوب تخفيضه.

مجالس الإدارة والجمعيات العامة

يشترط نظام الشركات أن يمتلك كل عضو في مجلس الإدارة أسهماً بقيمة لا تقل عن ١٠ آلاف ريال على الأقل، وأن يحتفظ بها كضمان لمسئولية العضو تجاه الشركة، ولا يحق له بيع هذه الأسهم طالما بقي عضواً في مجلس إدارة الشركة، ومن ثم إلى أن تنتهي المدة التي يجوز فيها رفع الدعاوى ضد أعضاء مجلس الإدارة. كما يمنع النظام أعضاء مجلس الإدارة من أن تكون لهم مصالح

شخصية في الأعمال والعقود التي تقوم بها الشركة، إلا أنه من الممكن أن يفوز عضو مجلس الإدارة بعقد أو نحوه إذا تم ذلك من خلال مناقصة عامة وكان عرضه الأفضل بين العروض.

ولا يجوز للشركات المساهمة منح قروض من أي نوع لأعضاء مجالس إداراتها، ولا أن تضمن قروضا ممنوحة لهم من جهات أخرى، وبالطبع يحظر النظام على أعضاء مجلس الإدارة إفشاء المعلومات السرية التي قد تقع في متناول أيديهم.

ويجب أن تعقد الجمعية العامة العادية على الأقل مرة واحدة في العام، وذلك خلال ستة أشهر من انتهاء السنة المالية للشركة. ويجب أن يعلن عن موعد انعقاد الجمعية العامة قبل خمسة وعشرين يوماً من انعقادها، وذلك بالإعلان في الجريدة الرسمية وفي صحيفة واحدة من الصحف التي توزع في بلد المركز الرئيسي للشركة. ولا يكون الاجتماع صحيحاً إلا بحضور عدد من الأسهم تمثل على الأقل نصف رأس مال الشركة، وإن لم يحصل ذلك في الاجتماع الأول، يطلب اجتماع ثان خلال ثلاثين يوماً، ويكون الاجتماع صحيحاً بغض النظر عن عدد الأسهم الممثلة فيه.

هذا بالنسبة للجمعية العامة العادية، أما بالنسبة للجمعية العامة غير العادية، فيجب أن يكون عدد الأسهم الحاضرة في الاجتماع الثاني ممثلاً لربع رأس المال، وتكون قرارات الاجتماع نافذة بأغلبية تعادل ثلثي الأسهم الحاضرة (أو ثلاثة أرباع الأسهم في حال القرارات المتعلقة برأس المال).

وبالنسبة لحضور الجمعيات العامة فيحق لكل مساهم يملك ٢٠ سهماً أو أكثر الحضور أو أن يوكل غيره بالحضور بخطاب تفويض منه، ويحق له توجيه الأسئلة لمجلس الإدارة، ويجب عليهم الرد على جميع الاستفسارات، عدا الإجابات التي قد تضر بمصالح الشركة.

نظام مراقبة البنوك

صدر نظام مراقبة البنوك كذلك قبل أكثر من ٤٠ عاماً، وهو النظام المطبق حالياً على جميع البنوك العاملة في المملكة، والهدف منه وضع شروط تأسيس البنوك الوطنية والأجنبية ومنع مزاولة الأعمال المصرفية والصرافة إلا للمرخص لهم من قبل مؤسسة النقد. كما نصت المادة الخامسة على منع غير المرخص لهم استعمال كلمة بنك ومرادفاتها بأي لغة كانت في أوراقهم أو مطبوعاتهم. ومن أبرز ما جاء في النظام ما يلي:

- ✓ يجب ألا تزيد القروض التي يمنحها البنك لشخص واحد أو جهة واحدة عن ٢٥٪ من رأس المال زائد الاحتياطيات (ويمكن زيادة هذه النسبة إلى ٥٠٪ إن رأت مؤسسة النقد ذلك).
- ✓ يجب ألا تزيد الودائع عن ١٥ ضعف رأس المال والاحتياطيات.

- ✓ يجب الاحتفاظ لدى مؤسسة النقد في جميع الأوقات بوديعة نظامية لا تقل عن ١٥٪ من مقدار الودائع التي لدى البنك.
- ✓ يجب الاحتفاظ بحوالي ٣٠٪ من الودائع بين احتياطي نظامي لدى مؤسسة النقد واحتياطي سيولة لدى البنك نفسه.
- ✓ يجب كذلك الاحتفاظ بسيولة نقدية لا تقل عن ١٥٪ من مقدار الودائع التي لدى البنك.
- ✓ يجب تجنيب ٢٥٪ من الأرباح الصافية كاحتياطي نظامي إلى أن يبلغ مقدار هذا الاحتياطي كامل رأس مال البنك.

لجنة تسوية الخلافات المصرفية

تم في عام ١٤٠٧هـ تشكيل لجنة في مؤسسة النقد لدراسة القضايا التي تنشأ بين البنوك وعملائها، وذلك من أجل تسوية الخلافات وإيجاد الحلول المناسبة، ويحق لهذه اللجنة أن تقرر الإجراءات التي يمكن اتخاذها لضمان تسوية القضايا بما في ذلك حجز المستحقات ومنع الطرف المعني من السفر، وبالطبع فإن اختصاص اللجنة يقتصر على القضايا المصرفية، ولا تتدخل اللجنة بأي قضايا أخرى قد تنشأ بين البنك والعميل، ولا تلك القضايا الخاصة ببنوك التسليف أو الصناديق الصناعية وغيرها، والتي يجب أن تحال إلى الجهات المختصة الأخرى، كالمحاكم وغيرها.

نظام السوق المالية

صدر نظام السوق المالية في عام ١٤٢٤هـ، ويهدف هذا النظام إلى تنظيم السوق ليعمل بشكل عادل لمنح الأطراف المتعاملة الفرص المتكافئة للاستثمار بشكل سليم والحد من المخاطر المترتبة على تداول الأوراق المالية. ومما لاشك فيه إن وجود سوق مالية منظمة وذات شفافية عالية من شأنه أن يضفي إلى السوق جواً من الأمان والاستقرار، وأن يحد من حالات سوء الاستخدام والاستغلال وأن يسد الثغرات الإجرائية الممكن حدوثها في حال غياب الرقيب الواعي. ويشمل هذا النظام تنظيم عمل هيئة السوق المالية نفسها وآلية عمل السوق المالي إلى جانب عمل المؤسسات المصاحبة كمركز إيداع الأوراق المالية وعمل الوسطاء وصناديق الاستثمار وغيرها.

فنص النظام على أنه لا يجوز لأي شخص ممارسة عمل الوساطة ما لم يكن حاصلاً على ترخيص ساري المفعول من قبل الهيئة، وأكد النظام على العقوبات التي ستطبق على الوسطاء ووكلائهم في حال مخالفتهم للنظام واللوائح الداخلية للسوق والشروط المطبقة عليهم. وكذلك تطرق النظام لصناديق الاستثمار وبرامج الاستثمار الجماعي، ومن المتوقع أن تصدر قريباً قواعد تنظيم جديدة لهذه الصناديق، والتي تشمل وضع القواعد واللوائح التي تتعلق بشروط ومتطلبات ترخيص صناديق

الاستثمار، وإعداد التقارير المالية ومتطلبات السيولة، وحدود المخاطر، وإجراءات الحفظ والإيداع، والعمولات وأسعار الوحدات وتقييمها.

استغلال المعلومات الداخلية

إن من أكثر الحالات انتشاراً وأكثرها صعوبة للتعقب من قبل الجهات الرقابية (في أي مكان في العالم) ما يعرف بالتداول المبني على معلومات داخلية، والتي أكد نظام السوق المالية على ضرورة متابعتها والحد منها. في مثل هذه المخالفات، يقوم أحد المسئولين في الشركة بالتداول قبيل صدور معلومة هامة، كتوقيع عقد كبير أو الفوز بقضية، وما إلى ذلك من التطورات التي من شأنها أن تغير في سعر السهم بشكل كبير، وبذلك يستفيد من معرفته المسبقة التي ستغير من اتجاه السعر فور صدور الخبر. ومصدر الصعوبة في تعقب مثل هذه الحالات هي أن عملية التداول في الغالب لا تتم مباشرة في حساب من له صلة رسمية بالشركة، إلا أن من المفترض أن تقوم هيئة السوق المالية بمتابعة مثل هذه الحالات بشتى الطرق والأساليب الاستقصائية.

التلاعب في الأسعار من قبل الوسطاء

هناك حالات يمكن للوسيط غير النزيه القيام فيها بتنفيذ أوامر الشراء بعيداً عن السوق الرسمي محققاً بذلك فارقاً في السعر لصالحه. وهناك حالات معروفة يمكن حدوثها بين كبار المستثمرين وهي مبنية على القيام بعمليات تداول زائفة بين عدد محدود من المتداولين لإيهام المستثمرين بأن هناك نشاطاً ملحوظاً في أحد الأسهم لجلب المشترين وبالتالي البيع لاحقاً بسعر عالٍ. ومن المعروف إن صنّاع السوق في [نازداك] قاموا بدفع نحو واحد بليون دولار في عام ١٩٩٥م لإقفال قضية رفعت ضدهم نتيجة تلاعبهم بالأسعار في ذلك الوقت.

وقد يقوم الوسيط بعدم ضبط حسابات العملاء بشكل دقيق أو حتى التلاعب المباشر في الأسعار، وهي في مجملها حالات تهدف لتحقيق ربح غير نظامي لصالح الوسيط، كأن يقوم الوسيط بتغيير قيمة الصفقات لصالحه، واحتساب العمولة بشكل مخالف لاتفاقية العميل، أو قيامه بفرض رسوم غير معلنة أو مخالفة للاتفاقية.

حالات الإشادة ثم الإطاحة

هذه من أشهر الحالات التي تمارس في الغالب من قبل الأفراد وبعض المحللين في الخارج، إلا أنها يمكن أن تجد طريقها في عقر دار كبار الوسطاء والمحللين، والطريقة هي أن تقوم الجهة بالإشادة بسهم شركة ما عن طريق تسريب معلومات زائفة من أجل رفع الثقة في السهم، والذي ترتفع قيمته تبعاً لذلك، ولاحقاً تقوم الجهة ببيع ما لديها من أسهم مستفيدة من ارتفاع السعر. ولقد كان من نتائج هذه الفضائح في الولايات المتحدة إصدار قانون جديد يلزم دور الاستثمار بفصل عمل

المحللين عن عمل بنوك الاستثمار، وتبعاً لذلك تم إلزام وسطاء وول ستريت في عام ٢٠٠٢م بدفع نحو واحد بليون دولار كتعويضات نظير ما اقترفوه من أخطاء.

قيام الشركات بنشر معلومات مالية خاطئة

هذه التجاوزات ليست حكراً على الوسطاء أو المحللين، بل إنها قد تحدث من قبل مختلف الفئات العاملة في سوق المال بما في ذلك الشركات أنفسها والتي قد تقوم بنشر معلومات مالية خاطئة أو حتى زائفة، الأمر الذي يتطلب التدخل السريع لهيئة السوق المالية ووزارة التجارة للحد من هذا النوع من التجاوزات.

وتأتي هذه التجاوزات بأشكال عديدة وطرق مبتكرة وأحياناً معقدة، منها قيام الشركة بحساب بعض المصروفات الكبيرة، والتي من المفترض تسجيلها كاملة في وقتها، على أنها استثمارات رأسمالية يتم تسجيلها على شكل حصص متفرقة لعدة سنوات، الأمر الذي يظهر ارتفاعاً في الأرباح لعدة سنوات ويضلل في النهاية بالمستثمرين. وقد تكون المعلومات المدونة في السجلات المالية مفبركة بشكل كبير، كأن تقوم الشركة بتسجيل مبيعات الأسابيع الأولى من الفصل التالي من ضمن مبيعات الفصل الحالي، لترفع من نتائج أداء الفصل الحالي. أو أن تقوم الشركة بممارسة ما يعرف بإغراق قنوات التوزيع، حيث تقوم الشركة بزج منتجاتها على الموزعين وتسجيلها على أنها مبيعات متحققة، مع علمها بأن هذه المنتجات ستعود لاحقاً للشركة لعدم تمكن الموزعين من تصريفها.

هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية

من أجل الاطلاع على الدور المأمول من هيئة السوق المالية السعودية، نقوم هنا باستعراض ما قامت به هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية من أعمال في عام واحد فقط، كمثال لكيفية ضبط السوق وتنظيمه، هذا بالرغم من الانتقادات التي توجه إليها والنقص الواضح في عدد موظفيها وفي ميزانيتها السنوية.

- ✓ أمرت الهيئة بإلغاء نحو بليون وثلاثمائة مليون دولار من البيانات المالية لعدد من الشركات، نتيجة قيام هذه الشركات بتسجيل مبالغ غير نظامية كأرباح في تقاريرها الدورية.
- ✓ تم إيقاع عقوبات بأكثر من ١٠٠ مليون دولار مقابل جرائم مدنية متفرقة ذات علاقة بتجارة الأسهم.
- ✓ تم منع أكثر من ١٢٦ شخصاً من العمل في مجالس إدارات عدد من الشركات المساهمة ومن العمل في مناصبها التنفيذية بسبب تعارض المصالح.
- ✓ تم إيقاف التداول في أسهم ١١ شركة لعدم قيام هذه الشركات بالإفصاح الكافي لما لديها من معلومات مالية تهم المستثمرين.

- ✓ تم رفع العديد من القضايا في المحاكم ضد شركات كبيرة مثل إنرون وداينجي وتايكو وورلد كوم وغيرها، إلى جانب أكثر من ٢٥٩ حالة تم رصدها ضد أفراد بسبب التداول المسلح بمعلومات داخلية، كما حدث في حالة رئيس شركة إم كلون وغيره.
- ✓ تمت مراقبة نشاطات أكثر من سبعة آلاف محلل مالي معتمد وذلك بفحص دراسات وإعلانات المحلل والتمحيص في تداولاته الشخصية، وتبين أن هناك مخالفات متفرقة لأكثر من ٩٠ بالمائة من المحللين. وبالنسبة للوسطاء فقد تبين وجود مخالفات عديدة في جودة الضبط الداخلي للمعاملات، إلى جانب وجود أخطاء في طريقة حساب قيمة أرصدة العملاء وإصدار توصيات غير مناسبة لبعض العملاء.
- ✓ إصدار قانون يلزم جميع الوسطاء والمحللين ممن يقدم توصيات بيع وشراء بضرورة التنويه فيما لو كانت التوصيات المقدمة من قبلهم ناتجة عن آرائهم الشخصية، معنى ذلك أنه بالإمكان ملاحقة بنك أو محلل مالي معتمد في حالة ثبوت تملكه لأسهم كان يشيد بها.

وبالنسبة لتنظيم الصناديق الاستثمارية فقد تم إلزامهم بإيضاح نتائج أداء الصناديق بشكل دقيق في الإعلانات التجارية وإرفاق رقم هاتف مجاني من ضمن الإعلان ليتمكن المستثمر من معرفة آخر أداء للصندوق، وعدم الاكتفاء بالأداء الظاهر في الإعلان. ولا يقف دور الهيئة في أروقة بنوك الاستثمار ووسطاء السوق، بل تتم ملاحقة المتورطين من الأفراد في عمليات الإشادة ثم الإطاحة التي تتم في منتديات الإنترنت. فقد قامت الهيئة برفع عدد من القضايا القانونية ضد أشخاص كانوا يقومون بنشر معلومات غير صحيحة عن اكتشافات علمية هامة قامت بها شركة من الشركات أو فوز إحداها بمشاريع ضخمة ونحو ذلك. وكان من ضمن من وجهت لهم تهمة في هذا الشأن أحد السجناء في الإصلاحية الفدرالية في ولاية جورجيا، الذي كان يقوم بنشر معلومات زائفة في موقع [ياهو] وفي مزاد [آي باي] – فحتى السجناء لم يسلموا من ملاحقة هيئة الأسواق المالية، وهذا ما نأمل أن يتم في بلادنا.

لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية

تم إنشاء لجنة مختصة للفصل في منازعات الأوراق المالية من قبل هيئة السوق المالية، تتكون من مستشارين قانونيين متخصصين، وتختص هذه الجنة بالنظر في المنازعات التي تقع بين مختلف الأطراف التي تتعامل من خلال سوق المال. وإن لم يكن مرضياً للأطراف المتنازعة قرار هذه اللجنة، فيمكن رفع القضية إلى لجنة الاستئناف (المشكلة من قبل مجلس الوزراء) خلال ثلاثين يوماً.

دور الجهات الأخرى

يجب التنويه إلى أن مهمة إيجاد مناخ استثماري صحي وسوق أسهم فعال لا يقتصر على هيئة السوق المالية فقط، بل إن هناك جهات أخرى يجب أن تتعاون باستمرار مع الهيئة لمنع حدوث كوارث في السوق، منها ضرورة قيام مؤسسة النقد السعودي (كما يتم من قبل البنك المركزي الأمريكي) بالتحكم بمستوى السيولة التي تضخ في سوق الأسهم، وذلك بتحديد نسب الاقتراض التي تمنحها البنوك لعملائها، والتي يجب ألا تزيد عن ٥٠ في المائة بأي حال من الأحوال، ولكن يمكن خفضها إلى أقل من ذلك حسب وضع السوق ومستوى السيولة المتوفرة فيه، إلى جانب مهام أخرى يمكن للمؤسسة القيام بها لضبط السيولة ومعدلات الفائدة. كذلك يمكن لوزارة المالية التحكم في السياسة المالية للسيطرة على سوق الأسهم والاقتصاد بشكل عام، إلى جانب الدور الذي يقوم به مجلس الاقتصاد الأعلى من حيث فتح المجال للتخصيص وإدخال شركات جديدة للسوق.

المعلومات في السوق السعودي

يتوقف كل من الاستثمار والمضاربة على توفر المعلومة اللازمة لاتخاذ القرار، والتي يجب أن تكون متوفرة سريعاً وتكون في متناول اليد، والأهم من ذلك أن تكون جودتها عالية. وبالفعل نجد إن توفر المعلومات يعتبر سلاحاً قوياً في يد المستثمر، ويمكننا تقسيم هذه المعلومات التي يحتاجها المستثمر والمضارب إلى سبع فئات رئيسية، كما في الجدول ٢.

أول مصدر للمعلومات في السوق السعودي هو موقع الوسيط، أي البنوك حالياً، والذي من خلاله يستطيع الشخص الحصول على الأسعار الفورية للأسهم وأخبار الشركات، وأي خدمات أخرى قد يجدها هناك. ومن المتوقع بعد فصل عمل الوساطة عن عمل البنوك أن تتحسن هذه الخدمة وتتوفر معلومات تفصيلية كثيرة، إلا أنها لا تغني عن مصادر المعلومات الأخرى. أما بقية المعلومات والبيانات المالية وأخبار الشركات فهي موجودة في موقع تداول الرسمي وبعض المواقع التجارية. فتجد أن موقع تداول هو المصدر الرسمي لجميع الأخبار المتعلقة بالشركات كالقوائم المالية وانعقاد الجمعيات العمومية العادية وغير العادية، وتواريخ استحقاق الأرباح، إلى جانب أهم المستجدات لدى الشركات من مشاريع وعقود، وما إلى ذلك.

وبالرغم من توفر معلومات الأسعار عن طريق الوسطاء، إلا أن الشخص بحاجة إلى أسعار تفصيلية فورية والتي قد لا يجدها عند الوسطاء، ولن يجد بأي حال من الأحوال البرامج المناسبة للتحليل الفني إلا عن طريق الاشتراك بخدمات متخصصة، كتلك المتوفرة عن طريق برنامج مباشر وبرنامج تكر شارت، وغيرها. وإلى الآن لن يجد المستثمر السعودي بيانات تفصيلية دقيقة ونقية، ولن يجد التوصيات المدعمة بدراسات عميقة، كتلك المتوفرة في السوق الأمريكي عن طريق شركة [ستاندارد

آند بورز] أو غيرها من الجهات المتخصصة. ولا توجد حالياً مجلات أو جرائد متخصصة في سوق الأسهم، ولكن يوجد عدد من المجلات الاقتصادية أو تلك المتخصصة في بعض الأنشطة المتعلقة بعمل الشركات، علاوة على الصفحات الاقتصادية في معظم الصحف اليومية، والتي من الضروري على المستثمر الجاد متابعتها وقراءتها باستمرار.

الجدول ٢: أنواع المعلومات التي يحتاجها المستثمر ومكان وجودها.

	نوع المعلومة	مكان توفرها
١	الأوامر وآلية التداول	البنوك حالياً (وقريباً وسطاء مختصون)
٢	البيانات المالية	موقع تداول، مركز بخيت، موقع جولف بيس
٣	الأخبار المالية	موقع تداول للأخبار الرسمية، الصحف والمجلات
٤	الأسعار والتحليل الفني	برنامج مباشر، برنامج تيكر تشارت، برنامج ميتاستوك
٥	الدراسات والتوصيات	لا يوجد ما يستحق الذكر
٦	المجلات المتخصصة	ضعيفة، أو لا توجد
٧	المنتديات	أعمال الخليج، الأسهم السعودية، تداول الاقتصادية، عربيات، المساهم، وغيرها، وقد كثرت بشكل كبير في السنوات الأخيرة.

المصدر: د. فهد الحويماني.

أخيراً، فيما يخص المنتديات وساحات النقاش فهي كثيرة جداً، وبعضها مفيد في الواقع بالرغم مما يثار عنها من تساؤلات وتشكيك في مصداقيتها. ولا يقصد بالفائدة من هذه المنتديات أن يأخذ الشخص بالتوصيات التي ترد فيها جزافاً، ولا أن يصدق ما تتضمنه من إشاعات ومعلومات كاذبة. بل فقط في الاستفادة من المنتديات كمصدر ثانوي للمعلومات الإخبارية الرسمية أو غير الرسمية، والتي بإمكان الشخص البحث عن مزيد من المعلومات عنها والحكم على صحتها. كما يرد في بعض المنتديات ومن بعض الكتّاب معلومات تحليلية جيدة وقراءات هادئة وعقلانية للأحداث والأخبار المالية.

مقارنة مع السوق الأمريكي

في دراسة لطبيعة السوق السعودي[٥]، تمت في عام ١٩٩٦م، تبين أن هناك تشابهاً كبيراً في طبيعة الحركة اليومية للأسهم السعودية مع بقية الأسواق العالمية. على سبيل المثال، هناك تشابه في كون كمية التداول عالية في بداية التداول وضعيفة في منتصفه وعالية مرة أخرى عند نهاية اليوم.

[5] "An exploratory analysis of the order book, and order flow and execution on the Saudi Stock Market", Mohammad Al-Suhaibani, Lawrence Kryzanowski, Journal of Banking & Finance 24 (2000) 1323-1357.

وهناك تشابه كذلك في كون الفرق بين سعري العرض والطلب يتناقص مع مضي وقت التداول اليومي، وتشابه في عدد العمليات اليومية وطبيعة التفاعل الذي يتم بين العرض والطلب، وغيرها.

الجدول ٣: مقارنة عامة بين السوقين السعودي والأمريكي حسب الخصائص الموضحة.

	الخاصية	السوق الأمريكي	السوق السعودي
١	عدد الأسهم وعدد المتعاملين	كبير	صغير
٢	الكمية اليومية المتداولة للأسهم الكبيرة	كبيرة	متوسطة
٣	إظهار عمق السوق (عدد الأسعار الممكن رؤيتها)	كبير	صغير
٤	توفر المعلومات وجودتها	قوي	ضعيف
٥	الشفافية بشكل عام	عالية	متدنية
٦	فرق السعر بين العرض والطلب	صغير	كبير
٧	الملكية الحكومية	قليلة	كبيرة
٨	وجود صناع سوق	يوجد	لا يوجد
٩	وجود بورصة فعلية	يوجد	لا يوجد
١٠	وجود أساليب حماية لرأس المال	يوجد	لا يوجد
١١	توفر طريقة البيع المسبق (شورت)	يوجد	لا يوجد
١٢	توفر بيانات تاريخية لسنوات طويلة	يوجد	لا يوجد
١٣	برامج العرض والتحليل والدراسة	قوية	ضعيفة
١٤	كفاءة السوق	قوية	ضعيفة
١٥	بيانات لرصد مشاعر المستثمرين	متوفرة	غير متوفرة
١٦	التذبذب في حركة السوق بشكل عام	متوسط	عالي
١٧	عمولة التداول	صغيرة	كبيرة
١٨	وجود حد يومي لحركة الأسعار	لا يوجد	يوجد

المصدر: د. فهد الحويماني.

واختلف السوق السعودي عن كثير من الأسواق العالمية في كون نسبة الفرق بين سعري العرض والطلب مرتفعة جداً، نتيجة كون النقطة الواحدة (Tick) عالية، حيث كانت ١ ريال في وقت الدراسة، ولكنها لا تزال عالية عند ٢٥ هللة حالياً. كذلك وجد أن السيولة اليومية في السوق السعودي تعتبر ضعيفة، إلا أنه عند قياس السيولة في قدرة السوق على الاستجابة الكاملة والسريعة للأوامر المسعرة بسعر السوق تبين أن السوق السعودي يتمتع بسيولة عالية (مما يعني أن هناك

وفرة في الأوامر محددة السعر). وبلا شك إن الوضع حالياً يشير إلى سيولة عالية جداً وكميات تنفيذ عالية، بالرغم من عدم وجود صناع سوق وعدم توفر أساليب البيع المُسبق (راجع الصفحة ١٠١)، وأوامر الحد من الخسارة والشراء الموقوف. ولم يقم أحد حسب علمي بإجراء دراسة جديدة لدراسة وضع السوق في السنوات الأخيرة.

التسهيلات

تختلف طريقة الاقتراض في الأسهم السعودية عن المتبع في السوق الأمريكي، حيث رأينا أن الاقتراض في أمريكا يتم بفتح حساب على الهامش، يكفي لفتحه لدى بعض الوسطاء مبلغ ١٠٠٠ دولار فقط، ومن ثم يحصل الشخص على قرض يومي يصل إلى مقدار رأس ماله في الحساب. ورأينا إن الفائدة المالية المستحقة على القرض تحسب بالطريقة اليومية، فتحسب فقط حسب مدة بقاء القرض لدى العميل، الذي قد يستفيد من القرض لمدة يوم أو أكثر، وقد لا يستخدمه بعد ذلك لفترة طويلة.

ويمكن القيام بذلك في السوق السعودي إلا أن هذه الطريقة متاحة فقط للمحافظ التي قيمتها أكثر من ٣ ملايين ريال، عند بعض البنوك، أو ٥ ملايين ريال عند البعض الآخر، لذا فهي لا تعتبر طريقة عملية لصغار المستثمرين.

يتبقى للمستثمر إذاً حل آخر يتمثل في الحصول على قرض مرهون بعدد من الأسهم. حسب هذه الطريقة، يقوم البنك بحجز كمية من الأسهم لديه تعادل ضعف قيمة القرض، ولا يحق للشخص التصرف بهذه الأسهم حتى يعيد القرض للبنك. على سبيل المثال، لو كان لدى الشخص عدد من الأسهم القوية بقيمة ١٠٠ ألف ريال، فيستطيع أن يحصل على قرض من البنك بمقدار ٥٠ ألف ريال مقابل احتجاز تلك الأسهم لدى البنك. لاحظ أن القرض عبارة عن قرض شخصي عادي يستطيع الشخص الاستفادة منه كيفما شاء، سواء لشراء أسهم أو غيرها. ولاحظ أيضاً أنه لا توجد مخاطرة على البنك على الإطلاق (عدا في حالة الانهيار التام للأسهم)، حيث إن الأسهم باقية تحت تصرفه بالكامل، ولو أن سعرها انخفض بمقدار الثلث (عند أكثر البنوك) فيقوم البنك بمخاطبة العميل وتوجيهه إلى ضرورة تسديد جزء من القرض (إما بإيداع كمية من النقد لدى البنك، أو بتوجيه البنك لبيع جزء من الأسهم التي بحوزته). وبأي حال من الأحوال، يحق للبنك بيع الأسهم كلها أو بعضها إن رأى أي نوع من الخطورة على القرض. ولتقليل المخاطرة على البنك، فهو لا يقبل الرهن إلا للأسهم التي يعتبرها قوية، وهي غالباً الشركات ذات العوائد العالية أو تلك التي ليس لديها ديون كبيرة وما إلى ذلك. وتختلف قائمة الشركات القابلة للرهن من بنك لآخر، بل إنها تتغير من وقت لآخر.

ويقوم البنك بتحديد نسبة الفائدة حسبما يراه مناسباً، ويختلف ذلك من عميل لآخر ومن بنك لآخر، بل إن بعض البنوك في الأعوام الماضية كانت تقدم تسهيلات كبيرة تتجاوز قيمة الأسهم استجابة لطلبات العملاء المندفعين خلف الأسهم، مما جعل السوق يرتفع بشكل سريع مدعوماً بتلك القروض الميسرة.

وغني عن القول أن هناك طرقاً للحصول على هذه التسهيلات بصيغ شرعية كالمرابحة والتورق وغيرها، وهناك طرق تقليدية متوفرة لدى معظم البنوك.

الاكتتاب

تتم طريقة الاكتتاب في الأسهم السعودية بطريقة مختلفة تماماً عن المتبع في السوق الأمريكي، حيث رأينا أن الطريقة في السوق الأمريكي تتم وفقاً لترتيبات معينة، يتم الاتفاق عليها بين كل من بنك الاستثمار المتولي لعملية الاكتتاب والوسطاء الذين يتعاملون معه لتوزيع أسهم الاكتتاب. بينما في السوق السعودي نجد أن الاكتتاب مفتوح لجميع المواطنين، وليس حكراً على فئة معينة من المستثمرين، وأن سعر السهم يتم تحديده حسب دراسة مالية تقوم بها الشركة وتخضع لموافقة وزارة التجارة، وفي الفترة الأخيرة تخضع لموافقة هيئة السوق المالية.

وقبل البدء بعملية الاكتتاب لأي شركة، يجب أن يتم تأسيس الشركة كشركة مساهمة، ويتم ذلك بإصدار قرار من وزير التجارة والصناعة حسب شروط معينة، منها ألا يقل رأس مال الشركة المساهمة عن مليوني ريال، وإذا كانت شركة ذات امتياز أو تدير مرفقاً عاماً أو أنها تتلقى معونات من الدولة فيجب أن يصدر مرسوم ملكي بشأنها. ومن تلك الشروط كذلك أنه في حالة الرغبة في طرح أسهم الشركة المساهمة للاكتتاب، فيجب ألا يقل رأس مالها عن عشرة ملايين ريال وأن يتم تقسيم رأس مالها إلى أسهم لا تقل قيمتها عن ٥٠ ريالاً للسهم الواحد. لذا فعندما تم طرح أسهم شركة الاتصالات السعودية للاكتتاب العام برأس مال مدفوع يساوي ١٥ بليون ريال، كان لا بد لعدد الأسهم المصدرة أن يكون ٣٠٠ مليون سهم (١٥ بليون ريال تقسيم ٥٠ ريالاً)، وهو أكبر عدد ممكن من الأسهم تستطيع الشركة طرحه. إلا أن النظام يسمح للشركة أن تضيف علاوة إصدار على سعر السهم، وذلك حسب ربحيتها وقيمتها المثمّنة، شريطة أن يمضي على مزاولة عملها بعد تأسيسها كشركة مساهمة عامين على الأقل.

وتقوم الشركات المكتتبة عادة بالاستفادة من خدمات شركة مختصة تتولى إدارة عملية الاكتتاب من أولها إلى آخرها، وبعد ذلك تبدأ مرحلة الاكتتاب التي تستغرق حوالي أسبوعين، فيها يقوم المواطنون بتعبئة نماذج الاكتتاب لدى البنوك والانتظار حتى تعلن نتيجة التخصيص بعد حوالي أسبوع من انتهاء الاكتتاب، ويُبدأ في تداول أسهم الشركة في السوق غالباً خلال شهر بعد ذلك.

التخصيص بعد الاكتتاب

عند تعبئة نموذج الاكتتاب، يقوم الشخص المكتتب بطلب عدد من الأسهم لا يقل عن الحد الأدنى ولا يزيد عن الحد الأعلى المعلن لذلك الاكتتاب، وله الحق في الاكتتاب باسم كل فرد مدون في دفتر العائلة الخاص به. على سبيل المثال، لو أن شخصاً لديه خمسة أفراد مسجلين في دفتر العائلة وكان شرط الاكتتاب ألا يقل عدد الأسهم عن عشرة أسهم، ولا يزيد عن ٥٠٠٠ سهم. فيحق له طلب ما بين عشرة أسهم إلى ٥٠٠٠ سهم عن كل من الخمسة أفراد، وبذلك فمن الممكن (نظرياً) أن يخصص له على الأقل ٥٠ سهماً وعلى الأكثر ٢٥ ألف سهم. إلا أن الذي يحصل في الغالب ألا يحصل الشخص إلا على عدد قليل من الأسهم، يقل أحياناً عن الحد الأدنى. ولكن لو كان هناك عدد كاف من الأسهم فإنها توزع أولاً حسب الحد الأدنى لكل شخص، ومن ثم توزع حسب كمية الأسهم التي طلبها الشخص ونسبة تلك الكمية لإجمالي الأسهم المطروحة، والتي تعرف بطريقة النسبة والتناسب.

الجدول ٤: أبرز الاكتتابات التي تمت في السوق السعودي خلال السنوات الثلاث الماضية.

	الشركة	الأسهم المطروحة (مليون)	سعر الطرح للسهم	رأس المال المطروح (مليون)	عدد المكتتبين (مليون)	عدد مرات التغطية	التوزيع للشخص (سهم)
١	شركة الاتصالات	٩٠	١٧٠	١٥,٣٠٠	٠,٩١٢	٤	٩٨
٢	شركة الصحراء	٦	٥٠	٣٠٠	٠,٥٢٣	١٢٥	١١
٣	اتحاد اتصالات	٢٠	٥٠	٥,٠٠٠	٤,٢٧٧	٥١	٥
٤	التعاونية للتأمين	٧	٢٠٥	١,٤٣٥	٠,٨٠٨	١٢	٩
٥	بنك البلاد	٣٠	٥٠	١,٥٠٠	٨,٧٠٠	٥	٣,٥
٦	شركة سدافكو	١,٩٥	٢٦٠	٥٠٧	١,٠٤٠	٦	١,٥

المصدر: د. فهد الحويماني من مصادر رسمية

ومن أكبر الانتقادات الموجهة لطريقة الاكتتاب هو أن طرح الأسهم من قبل الملاّك الأصليين تكون في الغالب بنسبة ضئيلة، لا تتجاوز ٣٠٪، والأفضل أن ترفع إلى أكثر من ٥٠٪. كما إن علاوة الإصدار تأتي عالية أحياناً بدون ذكر الأسس التي تم تحديد المبلغ على أساسها. والمشكلة هي أن الناس يعتقدون أن هيئة السوق المالية هي التي تجيز مقدار العلاوة، والأحرى بالهيئة إيضاح عدم مسئوليتها في كون هذه القيمة عادلة أو معقولة من عدمه.

فيما يلي نورد مثالاً لعملية الاكتتاب والطريقة التي يتم فيها تخصيص الأسهم.

مثال

شركة جديدة رأس مالها ٢ بليون ريال، مقسمة إلى ٤٠ مليون سهم، قيمة كل سهم ٥٠ ريالاً (٤٠ مليون سهم × ٥٠ ريالاً = ٢ بليون ريال)، ومطروح نصف عدد أسهمها للاكتتاب، أي ٢٠ مليون سهم. نصت قواعد التخصيص لهذه الشركة على أن الحد الأدنى للاكتتاب للشخص الواحد ١٠٠ سهم والحد الأعلى ٥٠ ألف سهم. في هذه الحالة، تتوقع الشركة الحصول على مبلغ (١) بليون ريال من هذا الاكتتاب. ولكن لو كان الاكتتاب ناجح بشكل كبير فقد يكون مجموع رأس المال الذي يتقدم به جميع الناس أكثر من بليون ريال. هنا يقال بأن الاكتتاب تمت تغطيته كذا مرة، وصلت في بعض الحالات لأكثر من ٤٠ مرة من مقدار المال المطلوب من قبل الشركة.

في هذا المثال، لضمان حصول كل مكتتب على الحد الأدنى من الأسهم (١٠٠ سهم)، يجب ألا يزيد عدد المكتتبين عن ٢٠٠ ألف شخص:

٢٠ مليون سهم ÷ ١٠٠ سهم للشخص= ٢٠٠ ألف شخص، أو

١ بليون ريال ÷ ٥٠٠٠ ريال للشخص = ٢٠٠ ألف شخص.

توجد ثلاث حالات يمكن أن ينتهي بها هذا الاكتتاب:

1. **عدد المكتتبين يساوي ٢٠٠ ألف شخص.**
2. **عدد المكتتبين أكثر من ٢٠٠ ألف شخص.**
3. **عدد المكتتبين أقل من ٢٠٠ ألف شخص.**

لو بلغ عدد المكتتبين (جميع الأسماء المدونة في دفاتر العائلات) ٢٠٠ ألف شخص بالتمام والكمال، لتم تخصيص ١٠٠ سهم لكل شخص، وانتهت العملية.

ولو زاد عدد المكتتبين عن ٢٠٠ ألف، يقوم مدير الاكتتاب بقسمة عدد الأسهم المطروحة (٢٠ مليون سهم) على عدد المكتتبين، وعندها سيحصل كل شخص على أقل من ١٠٠ سهم (الحد الأدنى المقر).

أما في حالة نقص عدد المكتتبين عن ٢٠٠ ألف، فهناك حالتان:

الحالة الأولى: عدد المكتتبين أقل من ٢٠٠ ألف مع تغطية الاكتتاب لمرة أو أكثر. في هذه الحالة يعطى أولاً كل شخص الحد الأدنى من الأسهم، ١٠٠ سهم لكل شخص، ومن ثم يؤخذ المتبقي من الأسهم ويقسم بطريقة النسبة والتناسب (كما سنوضح أدناه).

الحالة الثانية: عدد المكتتبين أقل من ٢٠٠ ألف ولم تتم تغطية الاكتتاب. في هذه الحالة نقول بأن الاكتتاب لم تتم تغطيته، وممكن أن يلغى ويعاد طرحه لاحقاً، أو أن تُطرح الأسهم المتبقية لاحقاً، ويقرر ذلك بالتنسيق مع الجهات المعنية.

لإيضاح فكرة النسبة والتناسب في المثال السابق، نفرض أن شخصاً طلب الاكتتاب بمقدار ٢٠ ألف سهم، ودفع قيمتها البالغة مليون ريال كاملة، بواقع ٥٠ ريالاً للسهم، فتكون نسبة الأسهم التي طلبها تساوي ١ بالألف (٠,١%) من عدد الأسهم المطروحة. لنفرض كذلك أن عدد المكتتبين بلغ ١٠٠ ألف مكتتب فقط. في هذه الحالة، يحصل هذا الشخص أولاً على الحد الأدنى من الأسهم (١٠٠ سهم) كغيره، ومن ثم يحصل على ١ من الألف من الأسهم المتبقية. كم عدد الأسهم المتبقية؟ الجواب: ١٠ ملايين سهم، لأنه تم منح ١٠٠ سهم لـ ١٠٠ ألف مكتتب (أي ١٠ ملايين سهم)، فيتبقى ١٠ ملايين سهم من ٢٠ مليون سهم مطروحة. ولأن نسبة الأسهم التي طلبها هذا الشخص تساوي ١ بالألف من عدد الأسهم المطروحة، عندئذ يخصص له ١٠ آلاف سهم، ويصبح إجمالي المخصص له ١٠,١٠٠ سهم.

مزايا طريقة الاكتتاب وعيوبها

من الواضح أن عملية الاكتتاب تسعى إلى بعث روح العدالة والإنصاف للمكتتبين من خلال جعلها مفتوحة لجميع المواطنين، ووضع عدد معقول للحد الأدنى من أسهم الاكتتاب لكل شخص، وذلك لتمكين صغار المستثمرين من المشاركة في العملية. إلا أن الملاحظ أن طريقة النسبة والتناسب المتبعة تؤدي في واقع الأمر إلى اكتتاب الناس بمبالغ عالية جداً، بالرغم من إيمانهم شبه المؤكد بأنهم لن يحصلوا على الكمية المطلوبة. وينقسم الناس الذين يكتتبون بهذه الطريقة إلى فئتين: الأولى تكتتب بمبالغ عالية جهلاً منها بطريقة الاكتتاب والعدد المتوقع للمكتتبين، أو حتى العدد المعلن خلال فترة الاكتتاب. والفئة الثانية تعلم بأن الاكتتاب قد يُغطى عدة مرات ولكنها تعتقد أن عدد المكتتبين لن يصل إلى العدد المتوقع، وبذلك ترى أن من الأفضل رفع نسبة ما يُكتتب به مقارنة بالآخرين لتحقيق أكبر عدد ممكن من الأسهم.

فقد يكتتب شخص بأعلى حد ممكن له ولعائلته في محاولة تحقيق نسبة اكتتاب عالية مقارنة ببقية المكتتبين، وبذلك يقوم هو وغيره بضخ مبالغ كبيرة جداً، تذهب في نهاية الأمر لصالح البنوك فقط. بل قد تأخذ هذه المشكلة بعداً غير نظامي عندما تقوم بعض البنوك بتشجيع المكتتبين على الحصول على تسهيلات كبيرة وصلت لدى بعض البنوك إلى عشرة أضعاف رأس مال العميل المخصص للاكتتاب أو أكثر. وبعض البنوك يواصل حث العميل على الاكتتاب بأعلى قدر ممكن بالرغم من صدور بيان يوضح أن الاكتتاب تمت تغطيته بالكامل وربما لأكثر من مرة، وإن عدد المكتتبين كبير جداً! في مثل هذه الحالة، لا يوجد أي سبب منطقي يجعل العميل يكتتب بأكثر من الحد الأدنى على الإطلاق، وأي دعوة لذلك من البنك تعتبر ممارسة غير نزيهة ومضللة، الهدف منها تحقيق فوائد مالية من أموال الاكتتاب ومن عمولة التسهيلات.

مرة أخرى، يجب التأكد من فهم الخلل في هذه الطريقة، وهي أن المبالغ المكتتب بها تمثل في واقع الأمر نوعاً من المراهنة الطائشة لتحقيق أعلى نسبة ممكنة من الأسهم، وليست مبنية على مقدار الأسهم التي من الممكن أن تخصص للشخص. فعندما يكتتب شخص بمبلغ مليون ريال، فهو لا يقوم بذلك لأنه يعتقد بأي حال من الأحوال أن يشتري بهذا المقدار، بل فقط للدخول في المراهنة (أو السباق) لتحقيق نسبة عالية من الاكتتاب، والذي قد لا يحصل منه في نهاية الأمر على أكثر من أسهم بقيمة ألف ريال.

ما الحل إذاً؟ هناك عدد من الضوابط التي من شأنها تنظيم هذه العملية، منها عدم السماح بالاقتراض لأغراض الاكتتاب على الإطلاق، وإن كان ولا بد من الاقتراض فتطبق قواعد الاقتراض العامة على الاكتتاب، فلا يسمح الاقتراض بأكثر من ضعف رأس المال. وقد يكون من المناسب إلغاء طريقة النسبة والتناسب واستبدالها بطريقة التوزيع بالتساوي. فعندما يتبقى عدد من الأسهم بعد توزيع الحد الأدنى، يتم توزيع المتبقي بالتساوي على كل المكتتبين، فيبدأ بتوزيع سهم واحد لكل مكتتب، ومن ثم سهم ثان لكل مكتتب، وهكذا حتى تنتهي الأسهم المتبقية. بهذه الطريقة لا تكون هناك حاجة للاكتتاب بمبالغ خيالية من أجل رفع نسبة الاكتتاب الممنوحة لشخص، ولا يستفيد من يراهن على حصوله على عدد من الأسهم أكثر من غيره لكونه طلب كمية كبيرة.

قصر الاكتتاب على صغار المستثمرين

مع تزايد أعداد المكتتبين في السنوات الأخيرة، حيث يتجاوز العدد ٨ ملايين مكتتب أحياناً، فإن معظم أفراد الشعب السعودي يشارك في هذه العملية، وفي النهاية لا يحصل المكتتب الواحد إلاّ على عدد قليل من الأسهم، يقل عن ٥ أسهم في كثير من الأحيان. وعند النظر إلى المكتتبين هناك بالطبع عدد كبير منهم ممن له دخل كبير، بل قد يكون من كبار المضاربين أو المستثمرين في السوق، وبالتالي تجده لا ينظر إلى حصته من الاكتتاب بعين الاهتمام. وفي المقابل، هناك الطالب والموظف الصغير أو حتى العاطل عن العمل أو المتقاعد ممن يستحق الحصول على عدد أكبر من الأسهم. فقد يكون من المناسب النظر في إمكانية قصر الاكتتابات على هذه الفئات، إما بتحديدها حسب عمر المكتتب الرئيسي أو عمر المدرجين في دفتر العائلة، أو قصرها على طلبة الجامعات أو لمن لا يملك أرضاً باسمه، أو لمن لم يتزوج، أو لمن يعول أكثر من خمسة أفراد، وهكذا.

المؤشر العام للأسهم

يعتبر المؤشر العام للأسهم السعودية (TASI) من المؤشرات الوزنية أو الموزونة، أي التي تأخذ وزن كل شركة في الحسبان عند احتساب قيمة المؤشر في أي وقت من الأوقات. وطريقة حسابه بسيطة للغاية، حيث إنها مجرد تعديل لقيمة المؤشر حسب نسبة التغير الحاصل في القيمة السوقية لجميع الأسهم في السوق، كما سيتم إيضاحه فيما يلي. ولكن نشير أولاً إلى أن المؤشر له فائدة هامة جداً ويُعتمد عليه من قبل المستثمرين والمحللين، فهو يُستخدم في معرفة متوسط الأداء للأسهم في أي عام من الأعوام، وبالتالي يستفاد منه في مقارنة أداء محافظ المستثمرين وصناديق الاستثمار، وكذلك في عملية احتساب معامل بيتا للشركات (راجع صفحة ٣١٣) والذي يفيد في معرفة مدى تحرك أي سهم مقارنة بحركة السوق. كذلك يستفاد من المؤشر العام في معرفة قوة الحركة الاقتصادية في البلاد ونموها من عام لآخر، ويعتمد عليه من قبل شتى المؤسسات الاقتصادية في المملكة وخارجها.

معادلة حساب المؤشر

أشهر طريقتين لحساب مؤشرات الأسهم هما الطريقة المبنية على السعر فقط، كما يتم في حساب مؤشر [داو جونز]، والطريقة الثانية هي المبنية على القيمة السوقية الكاملة للشركة، وهي المتبعة في أكثر المؤشرات بما في ذلك مؤشر السوق السعودي. في هذه الطريقة، يتم أولاً اختيار رقم عشوائي يكون هو أول سعر للمؤشر، وكان هذا الرقم ١٠٠ نقطة للسوق السعودي عندما انطلق في عام ١٩٨٥م، وتغير بعد ذلك إلى ١٠٠٠ نقطة في عام ١٩٩٩م.

تتم عملية حساب المؤشر في أي يوم (أو في أي لحظة من اللحظات) كما يلي:

١. **تجمع القيمة السوقية لجميع الأسهم المدرجة في السوق لهذا اليوم.**

٢. **تقسم القيمة أعلاه على القيمة السوقية لجميع الأسهم المدرجة في السوق في اليوم السابق.**

٣. **تُضرب النتيجة بقيمة المؤشر لليوم السابق.**

على سبيل المثال، لنفرض أن قيمة المؤشر بعد إغلاق السوق تساوي ١٠ آلاف نقطة بالتمام، وكانت القيمة السوقية لجميع الأسهم ٢ تريليون ريال. وفي اليوم التالي وجدنا أن القيمة السوقية لجميع الأسهم قد ارتفعت إلى ٢,٠٥ تريليون ريال، أي ارتفعت بنسبة ٢,٥٪. إذاً يجب أن تتغير قيمة المؤشر إلى ١٠,٢٥٠ نقطة (بزيادة ٢,٥٪)، وذلك بتطبيق الخطوات المذكورة أعلاه.

تأثير حركة الأسهم على قيمة المؤشر

لأن المؤشر يحسب بطريقة وزنية تأخذ عدد الأسهم بالحسبان، فإن قيمة المؤشر تتأثر بشكل كبير نتيجة تغير أسعار الشركات الكبيرة أكثر من الشركات الصغيرة. ولمعرفة تأثير زيادة سعر سهم أي شركة على المؤشر العام، نستخدم الطريقة البسيطة التالية: نقوم بقسمة عدد أسهم الشركة على القيمة السوقية الكلية للسوق ومن ثم نضرب النتيجة بقيمة المؤشر، أي كما يلي:

تأثير زيادة ريال واحد=(عدد أسهم الشركة ÷ القيمة السوقية لجميع الأسهم) × قيمة المؤشر

كمثال على ذلك، بما أن عدد أسهم شركة الكهرباء يساوي حوالي ٨٣٣ مليون سهم، وحيث إن القيمة السوقية لجميع الأسهم تساوي حوالي ٢ تريليون دولار في سبتمبر ٢٠٠٥م عندما كانت قيمة المؤشر العام حوالي ١٤٠٠٠ نقطة، إذاً كل ريال إضافي لشركة الكهرباء يؤدي إلى حوالي ٥,٨٣ نقطة إضافية للمؤشر:

(٨٣٣ مليون سهم ÷ ٢ تريليون ريال) × ١٤ ألف نقطة = ٥,٨٣ نقطة

يبين الجدول ٥ تأثير بعض الشركات على قيمة المؤشر، وهذه القيم تختلف قليلاً من وقت لآخر حسب تغير وضع السوق، ولكن يبقى التأثير على قيمة المؤشر قريباً لما هو في الجدول.

الجدول ٥: تأثير بعض الشركات على قيمة المؤشر.

زيادة ١ ريال في قيمة السهم	تؤدي إلى زيادة كذا نقطة للمؤشر العام
الكهرباء	٥,٩٥
سابك	٢,١٤
الاتصالات السعودية	٢,١٤
اتحاد اتصالات	٠,٧٢
مجموعة سامبا	٠,٥٧
مصرف الراجحي	٠,٣٢
البحري	٠,٢٩
المواشي المكيرش	٠,١٧

المصدر: د. فهد الحويماني من مصادر رسمية

ماذا يحدث لقيمة للمؤشر عندما يتغير عدد أسهم الشركة، على سبيل المثال عندما ترفع رأس مالها أو تتجزأ أسهمها؟ الجواب أن هذه التغيرات لا تؤثر على قيمة المؤشر ولا على وزن الشركة في السوق نظراً لأن مثل هذه التغيرات لا تؤثر على القيمة السوقية للشركة. ماذا عن تأثير زيادة

سعر السهم بمقدار ريال واحد على قيمة المؤشر لشركة زاد عدد أسهمها (بسبب رفع رأس المال أو التجزئة) كما بيّنا في المعادلة السابقة؟ من الواضح أن عدد أسهم الشركة له تأثير في مثل هذه الحالات، فلو أن عدد أسهم شركة زاد بنسبة ١٠٠٪، وكان فيما قبل تأثير زيادة ريال واحد من سعر سهمها يؤدي إلى زيادة أربع نقاط في قيمة المؤشر، فسيؤدي تأثير زيادة ريال واحد بعد ذلك إلى زيادة ثماني نقاط في قيمة المؤشر. ولكن ذلك لا يغير من تأثير سعر سهم الشركة على قيمة المؤشر إذا أخذنا إجمالي عدد أسهم الشركة في الحسبان (أي أن نسبة تغير السعر هي التي لها تأثير، لا مقدار التغير بالريال).

ما تأثير دخول شركة كبيرة إلى السوق على قيمة المؤشر؟ أليس من المفترض عند دخول شركة عدد أسهمها ١٠٠ مليون سهم أن تقفز قيمة المؤشر بشكل كبير؟ في الواقع إن مثل هذه الأحداث لا تؤثر على قيمة المؤشر، والسبب هو أن طريقة حساب المؤشر تنظر إلى التغير في القيمة السوقية من يوم لآخر وليس للقيمة السوقية بحد ذاتها. والذي يحصل في مثل هذه الحالة أن يُنظر إلى التغير في القيمة السوقية للشركة بين الأمس واليوم، وتعاد عملية حساب قيمة المؤشر لليوم السابق على فرض أن الشركة الجديدة كانت مضافة إليه، ومن ثم تحسب قيمة المؤشر لليوم الحاضر بناءً على تغير القيمة السوقية. لذا فإن الشركات الجديدة لا تضاف للمؤشر من أول يوم (لضرورة دخولها في السوق لمدة يوم واحد على الأقل)، وغالباً تترك عدة أيام حتى يستقر سعرها.

نقاط الضعف في المؤشر السعودي

أولاً يجب أن تكون هناك دقة عالية في طريقة احتساب المؤشر العام وغيره من مؤشرات القطاعات لتتناسب مع التغيرات التي تطرأ عادة في السوق، وهو ما يتم في المؤشرات الدولية مثل [داو جونز] ومؤشر [أس آند بي]. على سبيل المثال، عندما تقوم إحدى الشركات بتوزيع ربح يساوي ٢٪ من السعر الحالي لسهمها، فكما هو معروف إن سعر السهم ينخفض في اليوم الذي يلي تاريخ استحقاق الأرباح بنسبة ٢٪، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية لهذه الشركة بنسبة ٢٪، وبالتالي تنخفض قيمة المؤشر بعدد معين من النقاط. والمشكلة هنا أننا نجد أن عملية توزيع الأرباح هذه (والتي تعتبر عملية صحية وجيدة اقتصادياً) قد أدّت إلى انخفاض قيمة المؤشر، وهذا غير صحيح. الحل هو أن يتم تعديل قيمة المؤشر بعد كل عملية توزيع للأرباح وذلك للحفاظ على قيمة المؤشر وبقائها صحيحة وعادلة في جميع الأوقات.

في الواقع إن الطريقة التي يتم فيها حساب المؤشر العام في السوق السعودي طريقة متقدمة وسليمة وتأخذ كثيراً من المتغيرات في الحسبان، كأسهم المنحة ودخول شركات جديدة وتجزئة السهم وحتى الاندماج والاستحواذ، إلا أن مسألة توزيع الأرباح هذه لا تدخل في حساب المؤشر ولها تأثير سلبي على قيمة المؤشر.

على سبيل المثال، عندما قامت شركة مايكروسوفت بتوزيع أرباح بلغت ٣,٠٨ دولار للسهم الواحد في عام ٢٠٠٣م، تغير سعر السهم في اليوم التالي ليفتتح عند ٢٧,٣٤ دولار، بينما كان قد أغلق عند قيمة ٢٩,٩٧ دولار في اليوم السابق. وهذا التغيير طبيعي بسبب توزيع الأرباح (وهو ما يحصل كذلك في السوق السعودي). الاختلاف هنا هو أن جميع المؤشرات التي يدخل ضمنها سهم شركة مايكروسوفت قد أخذت هذا التعديل بالحسبان، وقامت بتعديل قيمة المؤشر كي لا يتأثر سلباً من هذا الحدث. ولو نظرت إلى رسم بياني للسهم ستجد أنه يعتبر أغلق في اليوم السابق عند ٢٦,٨١ دولار (بدلاً من ٢٩,٩٧ دولار)، وهذا يؤكد أنه يتم تعديل الأسعار التاريخية للأسهم باستمرار وذلك بالرجوع إلى كل سعر في الماضي وتعديله ليعكس القيمة الحقيقية للسهم.

المشكلة الأخرى في طريقة حساب المؤشر العام تعود للتباين الكبير في حجم الشركات المدرجة في السوق. فتجد أن بعض الشركات مثل سابك وشركة الاتصالات وشركة الكهرباء قيمها السوقية مرتفعة، مما يعني أن أي تغير بسيط في سعر هذه الأسهم ينعكس بشكل كبير على المؤشر العام للسوق، بالرغم من أن عدد الأسهم المتداولة لهذه الشركات قد لا يصل إلى ٢٠٪ من عدد الأسهم المصدرة. ونتيجة لهذه التركيبة الخاصة بالسوق السعودي، وبحكم أن معظم الأسهم مملوكة للدولة ولا يتم تداولها، فمن المكن استغلال هذا الوضع للتأثير على قيمة المؤشر وبالتالي إعطاء انطباع غير حقيقي لوضع السوق.

وبسبب هذه التركيبة غير المثالية كذلك نجد أن قيمة المؤشر خلال اليوم تتذبذب بشكل غير طبيعي، فقد تجد أن المؤشر مرتفع ٧٠ نقطة، وفي أقل من ثانية واحدة تجده مرتفعاً ٣٥ نقطة فقط، ليعود مرة أخرى مرتفعاً ٩٢ نقطة، وهكذا، بينما في الأسواق المتزنة لا نرى مثل هذه التقلبات الحادة.

كفاءة السوق السعودي

هل سوق الأسهم السعودي سوق ذو كفاءة عالية؟ تطرقنا في الكتاب عن مفهوم كفاءة السوق (راجع الصفحة ١٣٨) وذكرنا أن سوق المال تكون ذات كفاءة عالية إذا كانت الأسعار فيها تعكس جميع المعلومات المتوفرة، وبالتالي لا يستطيع أحد تحقيق ربح على حساب الآخرين. وذكرنا أن هذه الفرضية تأتي بثلاثة أشكال، الشكل الضعيف منها يقول إنه لا يمكن لأحد أن يحقق ربحاً أعلى من أداء السوق بمجرد دراسة بيانات الأسعار السابقة، وبالتالي فإن عمل المحللين الفنيين لا فائدة منه. وإن الشكل شبه القوي يقول بأنه لا يمكن لأي إنسان أن يحقق أداءً أعلى من أداء السوق بمجرد دراسة ما هو متاح للجميع من بيانات مالية وأخبار وغيرها، وبالتالي فإن ما يقوم به المحللون الأساسيون لا فائدة منه. وأخيراً الشكل القوي لهذه الفرضية يقول بأنه لا يمكن لأي معلومة أو بيانات أو أي خبر آخر متاح لكل الناس أو بعضهم، بما في ذلك من لهم علاقة داخلية

بالشركة، يمكن أن يحقق من ورائه أي شخص، وبشكل مستمر، عوائد أعلى مما هو ممكن من خلال السوق ككل.

وهذه الفرضية بجميع أشكالها صحيحة بشكل كبير متى تحقق عدد من الافتراضات التي بنيت عليها هذه الفرضية. ومن هذه الافتراضات أن الأسعار الحالية دائماً تعكس الأسعار الحقيقية، بمعنى أن أي سعر تراه هو السعر الحقيقي ولا يوجد سعر أفضل منه، وهذا غير صحيح في كثير من الأسواق بما فيها السوق السعودي. فالسعر الحقيقي غير معروف بشكل قاطع لأحد على الإطلاق، وكل ما نشاهده هو مجرد محاولات من المتعاملين في السوق لاكتشاف السعر الحقيقي. وتزداد جودة تقديرات المتعاملين ودقة توقعاتهم مع نضوج المتعاملين وحسن مهاراتهم الاستثمارية، الأمر الذي لا يمكن أن نطلقه على المتعاملين في السوق السعودي، كباراً وصغاراً، بسبب نقص الخبرة الاستثمارية والمعرفة الصحيحة لديهم.

وفرضية أخرى تبنى عليها فرضية فاعلية السوق، وهي أن المعلومة تنتشر في السوق بسرعة تامة لتصل إلى جميع المتعاملين، وهذا غير ممكن في كثير من الأسواق، وبلا شك غير ممكن في السوق السعودي. فهناك معلومات لا تظهر لعامة المتعاملين إلا بعد فترة طويلة، أو على الأقل بعد أن تتلقفها أيدٍ كثيرة وتمضغها أفواه كثيرة. وحتى تلك المعلومة التي تظهر لكافة المتعاملين في الوقت نفسه، ليس بالضرورة أن تفسر بالطريقة نفسها ولا أن تأخذ المعنى نفسه في أذهان المتعاملين. فعوضاً عن سوء صياغة بعض الأخبار وصعوبة فك رموزها، فإن المعلومة الواضحة بحد ذاتها تفسر بطرق مختلفة. إذاً نجد أن السوق السعودي لا يحقق درجات عالية في مقياس انتشار المعلومة.

وعوامل أخرى تساعد على صحة كفاءة السوق، منها كثرة عدد المتعاملين وتوافر السيولة العالية، وانخفاض تكلفة التداول وتقلص الفارق بين أسعار العرض والطلب، وهي جميعاً ضعيفة أو متوسطة في أفضل الحالات في السوق السعودي. لذا يمكننا القول بأن السوق السعودي لا يتمتع بكفاءة عالية، مما يعني أن بالإمكان تحقيق مكاسب في السوق السعودي أعلى من المتوقع وذلك لمن يمتلك المعرفة اللازمة والمهارة المتميزة.

إلاّ أن هناك بعض الدراسات التي أجريت على السوق السعودي، والتي أشارت إلى أن السوق السعودي يتمتع بالشكل الضعيف من كفاءة السوق، وإحدى هذه الدراسات[٦] توصلت إلى هذه النتيجة بإجراء بعض المقاييس الإحصائية على أسعار تاريخية للسوق السعودي بين ٢٠٠٣م إلى ٢٠٠٥م، ومنها تبين أن حركة الأسعار تتبع المسار العشوائي، وبذلك تكون قد تحققت صفات الشكل الضعيف للفرضية. وبالرغم من صحة الدراسة إلا أنها لا تشير، في نظري، إلى أن السوق ذات كفاءة ضعيفة. وتأكيداً لذلك، انظر الرسم البياني لسوق الأسهم السعودي خلال فترة الدراسة

6 "تحليل سلوك أسعار الأسهم في السوق السعودي"، د. مهدي آل سلطان، جمعية الاقتصاد السعودية، ٢٠٠٥م.

لتكتشف ببداهة أن حركة السوق في ذلك الوقت لا يمكن أن يطلق عليها عشوائية على الإطلاق. وهناك دراسات أخرى للسوق السعودي بعضها ينفي كفاءة السوق والبعض الآخر يؤكدها، لذا من الأفضل للشخص الحكم بنفسه من خلال ما يحققه هو أو غيره من أرباح وما يمارس من طرق وأساليب تؤدي إلى نتائج أكبر من عادية.

هل الخلل في المضارب أم في السوق نفسه؟

لكي يحقق السوق المالي أقوى درجات الكفاءة لا بد أن يُسمح للمضاربين والمستثمرين على حد السواء بالشراء والبيع كيفما يشاؤون، وهذا في الواقع مسموح به في سوق الأسهم السعودية، عدا أن آلية السوق الحالية تميل إلى الشراء وتشجع عليه أكثر من ميلها إلى البيع وموازنة السوق! فالآليات الحالية لسوق الأسهم السعودية تشجع المشترين وتتجاهل البائعين، وكأن الهدف من سوق المال مواصلة ارتفاع الأسعار لا خلق بيئة مالية صحية وأرض خصبة لحصول الشركات على ما تحتاجه من تمويل ومرونة في نقل ملكية الأسهم.

فنجد أن البنوك تقدم قروضاً كبيرة من أجل شراء الأسهم (ليس من أجل بيعها)، ولن تجد مسئولاً كبيراً يتحدث عن ضرورة ممارسة البيع في الأوقات المناسبة، ولن تجد من يطالب بإيجاد صنّاع سوق رسميين، ولا من يطالب بإدخال آلية البيع المسبق في الأسواق، وهي من الطرق التي تساعد على توازن السوق. فصانع السوق شخص مرخص له بالعمل في سوق المال، ويلتزم بشروط وضوابط معينة لخلق سوق متوازن ذي سيولة عالية، ويحصل مقابل ذلك على بعض الميزات والتسهيلات والتكلفة المتدنية. أما آلية البيع المسبق فهي تسمح للشخص بيع أسهم غيره وشرائها لاحقاً بعد أن ينخفض سعرها. فإن جنحت أسعار أسهم شركة من الشركات وشطحت في مسارها إلى أسعار غير طبيعية، فستجد من يتدخل لإعادتها إلى مكانها الطبيعي، ويتم ذلك كما هو معروف باستعارة ما يتوفر من أسهم لهذه الشركة عن طريق الوسيط، وبيعها فوراً، وعند حاجة مالكها الأصلي لها، يقوم البائع بشرائها من السوق لإعادتها لمالكها.

إذاً ليس بغريب أن ترتفع الأسعار أحياناً إلى درجات غير معقولة، إذا علمنا أن أغلبية المتعاملين يودون الشراء في ظل عدم وجود بائعين، عدا ملاك الأسهم أنفسهم، والذين غالباً لا يودون البيع إلا بأسعار عالية جداً، فتجدهم يحتفظون بأسهمهم أطول مدة ممكنة. إن المفترض في أسواق الأسهم أن تكون مكاناً لالتقاء قوى العرض والطلب، من بائعين ومشترين، للتنافس من خلاله لتحقيق أفضل الأسعار وأكثرها عدالة، وانتقاء الشركات الصالحة للبيع أو الشراء بأنفسهم. فأسواق الأسهم ليست جمعيات خيرية ولا دوائر حكومية تهدف إلى توزيع الأموال على المحتاجين.

أوامر البيع والشراء

يتوفر في السوق السعودي نوعان رئيسيان من الأوامر: أمر بسعر السوق وأمر بسعر محدد، وهما نفس الأمران المتوفران في السوق الأمريكي، بحيث الأفضلية دائماً للأمر الذي يصل زمنياً قبل الآخر، مع إعطاء الأوامر المعلنة الأولوية على الأوامر غير المعلنة.

الاختلاف هو أن الأمر بسعر السوق في السوق السعودي يخضع لنظام خاص للحماية، بحيث لا يمكن تنفيذ الأمر إذا كان الفرق بين الأسعار المتاحة أكثر من مقدار معين (يحدد حسب معادلة معينة غير معلنة، ولكن يبدو أنه حوالي ١% من قيمة السهم). فعند إدخال أمر شراء بسعر السوق لا يتم شراء الكمية المعروضة إذا كان الفرق بين الأسعار المعروضة يتجاوز ١%. على سبيل المثال، لشراء ١٠٠٠ سهم بسعر السوق، وفي حالة كون الكمية المعروضة وأسعارها: ٢٠٠ سهم بسعر ٥٠٠ ريال، والأمر الذي بعده ٣٠٠ سهم بسعر ٥٠٦ ريالات، وهكذا، فيتم شراء ٢٠٠ سهم بسعر ٥٠٠ ريال، ويتحول أمر الشراء إلى أمر محدد بسعر ٥٠٥ ريال وكمية ٨٠٠ سهم. والهدف هو لحماية المتعاملين بسبب عدم وجود صنّاع للسوق.



الشكل ٩: مثال لنموذج أمر الشراء والبيع يوضح كيفية إدخال الأمر وتحديد الكمية والفترة الزمنية للأمر.

علاوة على ذلك يمكن تحديد الفترة الزمنية لسريان الأمر، والتي يمكن أن تكون لمدة يوم أو حتى نهاية الأسبوع أو حتى نهاية الشهر أو حتى تاريخ معين لا يزيد عن ثلاثين يوماً من تاريخ إدخال الأمر. انظر الشكل ٩ كمثال لنموذج أمر البيع والشراء ولاحظ صلاحية الأمر في أسفل النموذج.

وإذا أراد الشخص أن يشترط كمية معينة في الأمر المحدد (أي خاصية الكل أو لا شيء في السوق الأمريكي) فيمكنه القيام بذلك باختيار "تنفيذ كلي" في نموذج الشراء، ولكن يجب الانتباه إلى أن أولوية التنفيذ تذهب لصالح الأمر غير مشروط الكمية إذا كانت كميته أقل من كمية الأمر مشروط الكمية وفي الوقت نفسه لم تكن هناك كمية كافية لتعبئة الأمر ذو الكمية المشروطة. أي أنه يمكن للأمر العادي أن يُنفذ قبل الأمر المشروط حتى وإن وصل الأمر العادي إلى سجل الأوامر بعد الأمر المشروط وبالسعر نفسه.

هناك أوامر أخرى لم يتم تفعيلها عن طريق الإنترنت في معظم البنوك، وهي أمر "نفذ أو ألغ"، ويقصد بها تنفيذ الأمر فوراً إن كان سعره مساوياً لسعر العرض أو الطلب حسب الأمر، ومن ثم إلغاؤه فوراً (راجع شرح هذا الأمر في صفحة ١٢٢). وخاصية أخرى لم تفعل بعد، وهي تحديد أقل كمية للأمر، والتي من خلالها يمكن للشخص أن يطلب شراء عدد من الأسهم بحد أدنى يساوي هذه الكمية، لذا فهو شبيه بالأمر المحدد مشروط الكمية، لكن هذا الأمر يضمن تنفيذ مقدار معين على الأقل بالسعر المطلوب، أو لا يُنفذ شيء.

أما خاصية الكمية المعلنة فهي من الأوامر المتوفرة في أكثر البورصات، والهدف منها تحديد عدد قليل من كمية كبيرة للظهور في سجل الأوامر بدلاً من ظهور الأمر بأكمله. على سبيل المثال، قد يرى شخص لديه الرغبة في شراء ١٠ آلاف سهم أن يدخل أمراً محدداً (بأقل من سعر العرض بقليل) بحيث تكون الكمية المعلنة فقط ١٠٠٠ سهم، وبذلك فلا يكتشف بقية المتداولين أن لدى هذا الشخص الرغبة بشراء المزيد من الأسهم، والذي لو تم الإفصاح عنه فربما تسحب بعض أوامر البيع من سجل الأوامر، أو يتم تغيير سعرها إلى الأعلى، وبذلك يتأثر المشتري من عملية الإفصاح هذه. وبعدما يتنفذ الأمر بشراء ألف سهم، تظهر مباشرة ألف سهم أخرى من الأمر نفسه (بختم زمني جديد)، وهكذا إلى إن يتم شراء جميع العشرة آلاف سهم المطلوبة. وهذه العملية ليس فيها مخادعة أو تضليل بل هي حق لصاحب الأمر الذي لا يعتبر مجبراً على الإفصاح عما لديه من كمية.

وأخيراً، لا يوجد في السوق السعودي أي من أوامر إيقاف الخسارة (ما أسميناها أوامر الشراء والبيع الموقوفة - راجع الصفحة ١١٦ لمزيد من التفاصيل). لذا فمن غير الممكن لمن يملك أسهماً أن يتخلص منها لو أن سعرها انخفض إلى حد معين وهو بعيداً عن السوق، ولا من الممكن لمن لا يرغب في شراء السهم إلا بعد أن يتجاوز سعراً معيناً (كأن يخرج من منطقة مقاومة معينة) القيام بذلك. هذه الأنواع من الأوامر هامة جداً وربما يتم تقديمها قريباً.

أسعار الأسهم

تأتي أسعار الأسهم في السوق السعودي بالريال، وإذا كانت هناك أجزاء من الريال فيجب أن تكون مضاعفة من ربع الريال، أي ٢٥ هللة، ٥٠ هللة، أو ٧٥ هللة، أي أن من الممكن للسهم أن يكون سعره ١٨٧,٥٠ ريال، أو ١٦٢٣,٧٥، أو ٣٥,٢٥ هللة، ولكن ليس ١٨٧,٥٣ ريال، وهكذا[٧].

ولأنه لا يسمح لسعر السهم أن يزيد أو ينقص عن ١٠% عن سعر إغلاق اليوم السابق، فإنه لا يسمح عن طريق الإنترنت إدخال أمر سعره يزيد أو ينقص عن ١٠% عن سعر إغلاق اليوم السابق. أي أنه ليس بالإمكان إدخال أمر بيع صالح لمدة أسبوع بسعر ١١٠,٢٥ ريال أو أكثر إذا كان سعر الإغلاق لليوم السابق ١٠٠ ريال، ولا إدخال أمر شراء بسعر يقل عن ٩٠ ريالاً.

طوابير الأوامر

تأتي أوامر البيع والشراء إلى أجهزة سوق الأسهم السعودية "تداول" عن طريق البنوك السعودية، والتي بدورها تتلقى أوامر البيع والشراء من زبائنها المتواجدين في الصالات أو ممن يتصل هاتفياً على البنك أو ممن يقوم بإدخال أوامره عبر الإنترنت. فتقوم البنوك بتوجيه الأوامر إلى النظام المركزي لسوق الأسهم السعودية "تداول" (وهي شركة أنشأتها مؤسسة النقد السعودية)، والذي يقوم فوراً بإدخالها في سجلات الأوامر، ومن ثم يقوم بإصدار رقم متابعة للأمر وإرساله للبنك الذي صدر الأمر عن طريقه. لذا فإن عملية التداول تحدث تماماً بشكل آلي وفي مكان واحد بعيداً عن أي نوع من الغش أو الخداع.

أفضل خمسة أوامر : الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري

سعر الشراء	كمية أفضل طلب	عدد	سعر العرض	كمية أفضل عرض	عدد
243.75	140	1	244.00	72	1
243.50	3,764	2	244.25	32	1
243.25	11,000	3	244.50	4,466	3
243.00	43,593	11	244.75	12,415	3
242.75	3,000	1	245.00	16,769	7
عدد الطلبات	61,497 (18)		عدد العروض	33,754 (15)	

المصدر: برنامج مباشر

الشكل ١٠: قائمة أفضل خمسة أسعار تبين طابور الشراء على اليمين، وطابور البيع على اليسار، بحيث يأتي أعلى سعر للشراء في أول طابور الشراء، ويأتي أقل سعر للبيع في أعلى طابور البيع.

7 تم تغيير الحد الأدنى إلى ريال واحد بدلاً من ٢٥ هللة في أول عام ٢٠٠٦م، وتمت إعادته في ١ أبريل ٢٠٠٦م.

ويسمح نظام سوق الأسهم السعودية "تداول" بالاطلاع على أفضل خمسة أسعار[٨] في طابور الشراء، وأفضل خمسة أسعار في طابور البيع مرتبة من الأعلى سعراً إلى الأقل في طابور الشراء، ومن الأقل سعراً إلى الأعلى في طابور البيع، انظر الشكل ١٠. لاحظ أن آخر سطر في كل طابور يشير إلى إجمالي عدد طلبات الشراء وكميتها (في هذه الحالة ١٨ أمراً بكمية إجمالية تساوي ٦١,٤٩٧ سهماً)، وكذلك إجمالي عدد طلبات البيع وكميتها (في هذه الحالة ١٥ أمراً بكمية إجمالية تساوي ٣٣,٧٥٤ سهماً).

على سبيل المثال، نجد أن بالإمكان شراء السهم الآن بسعر ٢٤٤ ريالاً ولكن لن نحصل إلا على ٧٢ سهم فقط بهذا السعر، لذا فعند الشراء علينا أن نقرر أولاً هل نشتري بسعر السوق أم بسعر محدد. فلو أدخلنا أمر شراء لمائة سهم بسعر السوق فسنحصل على ٧٢ سهماً بسعر ٢٤٤ ريالاً و ٢٨ سهماً بسعر ٢٤٤,٢٥ ريال. ولو أدخلنا أمر شراء لمائة سهم بسعر محدد ٢٤٤ ريالاً، فسوف نحصل على ٧٢ سهماً بسعر ٢٤٤ ريالاً، وبعد ذلك ينتقل الأمر إلى طابور الشراء ليكون في أعلى الطابور بسعر شراء ٢٤٤ ريالاً، وكمية تساوي ٢٨ سهماً، والعدد يساوي ١.

أفضل عشرة أوامر: الشركة الوطنية الس...

التسلسل	سعر الشراء	كمية أفضل طلب	التسلسل	سعر العرض	كمية أفضل عرض
1	243.75	140	1	244.00	72
2	243.50	3,756	2	244.25	32
3	243.50	8	3	244.50	4,000
4	243.25	5,000	4	244.50	216
5	243.25	5,000	5	244.50	250
6	243.25	1,000	6	244.75	9,805
7	243.00	558	7	244.75	2,310
8	243.00	30,000	8	244.75	300
9	243.00	1,000	9	245.00	7,361
10	243.00	5,000	10	245.00	461

المصدر: برنامج مباشر

الشكل ١١: قائمة أفضل عشرة أوامر تبين سعر أفضل أمر وكميته في كل من طابوري الشراء والبيع، والأولوية دائماً للسعر الأفضل أولاً ومن ثم وقت وصول الأمر إلى نظام "تداول".

ويتيح النظام كذلك الاطلاع على أفضل عشرة أوامر في طابور الشراء وأفضل عشرة أوامر في طابور البيع مرتبة حسب أفضل سعر وأقدم وقت للأمر، الشكل ١١. على سبيل المثال، يبين الشكل

8 الاسم الظاهر في البرنامج غير صحيح لأن هذه القائمة قائمة أفضل خمسة أسعار، لا أفضل خمسة أوامر.

قائمة أفضل عشرة أوامر للشركة السابقة، فنجد أن الأمرين اللذين ظهرا في الشكل ١٠ في طابور الشراء بسعر ٢٤٣,٥٠ ريال وكمية ٣,٧٦٤ سهماً، يوجدان في طابور الشراء في المكان رقم ٢ بكمية ٣,٧٥٦ سهماً وفي المكان رقم ٣ بكمية ٨ أسهم، ليصبح إجمالي أوامر الشراء بهذا السعر ٣,٧٦٤ سهماً.

وبالنسبة للأوامر مشروطة الكمية فتظهر في قائمة مستقلة، وكما هو معروف فإن أولوية التنفيذ تذهب للأوامر غير المشروطة، لذا فلا ينصح باستخدام الأوامر المشروطة إلا لمن لديه كمية كبيرة نوعاً ما ولا يريد لها أن تتجزأ، أو من لديه أسباب خاصة به وبطريقته في التداول.

تحديد سعر الافتتاح

هل سبق أن تساءلت عن كيفية تحديد أول سعر يفتتح فيه السهم؟ ماذا لو أدخلت أمر شراء بسعر السوق قبل أن يفتتح السوق، وكان هناك من وضع أمر بيع بسعر عال جداً، فهل يتنفذ الأمر الذي أدخلته بهذا السعر العالي؟ ماذا لو أن هناك أوامر شراء مفتوحة لعدة أيام بسعر ١٠٠ ريال، وحدث أن أعلنت الشركة عن أرباح ضعيفة وظهرت أوامر كثيرة للبيع قبل افتتاح السوق بسعر ٩٥ ريالاً وأقل، فهل يتم تنفيذ أوامر الشراء بهذا السعر أم بالسعر الظاهر في الأوامر (١٠٠ ريال)؟

الجواب عن هذه الأسئلة نجده في طريقة تحديد سعر الافتتاح، حيث تعالج الأوامر قبل الافتتاح بطريقة المزاد لتحديد السعر العادل للافتتاح. وخلاصة هذه الطريقة أن النظام الآلي للتداول يقوم بصف جميع أوامر الشراء من الأعلى إلى الأدنى، وأوامر البيع من الأدنى إلى الأعلى، ومن ثم ينظر إلى السعر الذي يحقق أعلى كمية تنفيذ، بغض النظر إن كان هذا السعر مرتفعاً أم منخفضاً عن اليوم السابق. وبعد أن يتحدد هذا السعر يتم تنفيذ الأوامر به: أي أن جميع أوامر الشراء المسعرة بأعلى من هذا السعر (بما في ذلك أوامر سعر السوق)، وجميع أوامر البيع المسعرة بأقل من هذا السعر تنفذ بهذا السعر، انظر الجدول ٦.

لاحظ في هذا المثال، أن أسعار طلبات الشراء (الجهة اليمنى) تراوحت بين ٦٤ ريالاً إلى ٩٥ ريالاً، وبالكميات الموضحة، وأن أسعار البيع تراوحت بين ٨٨ ريالاً إلى ٩٩ ريالاً وبالكميات الموضحة. وبالرغم من أن هناك من يريد الشراء بسعر ٩٥ ريالاً وهناك من يود البيع بسعر ٨٨ ريال، إلا أن سعر الافتتاح في هذه الحالة قد يكون ٩١ ريالاً، حسب الطريقة اللوغارثمية المتبعة التي تأخذ مقدار الكميات في الحسبان. ونرى هنا أن يتم سحب ١٣٢٠٠ سهم من جانب الطلب (الأمر الأول والثاني إضافة إلى ١١٧٠٠ سهم من الأمر الثالث) ويتم تنفيذها بسعر ٩١ ريالاً، مقابل ١٣٢٠٠ سهم تؤخذ من جانب العرض (الأمرين الأول والثاني). لاحظ أنه بالرغم من وجود من يود البيع بسعر ٨٨ ريالاً، إلا أن هذا الشخص يبيع عند الافتتاح بسعر ٩١ ريالاً، وأنه بالرغم من وجود من يود الشراء بسعر

٩٥ ريالاً، إلا أن الشخص يشتري في الواقع بسعر ٩١ ريالاً. وبعد ذلك تتم عمليات البيع والشراء كالمعتاد حسب العرض والطلب.

الجدول ٦: عملية تحديد سعر الافتتاح تتم من خلال مزاد إلكتروني.

أوامر الطلب (للشراء)			أوامر العرض (للبيع)		
تسلسل	السعر	الكمية	تسلسل	السعر	الكمية
١	٩٥	١٠٠	١	٨٨	١٢٠٠
٢	٩٢	١٤٠٠	٢	٩١	١٢٠٠٠
٣	٩١	١٣٥٠٠	٣	٩٣	٧٥٠٠
٤	٨٨	٧٠٠٠	٤	٩٧	٢٠٠٠٠
٥	٧٤	٥٠٠٠	٥	٩٨	٤٠٠٠
٦	٦٤	٢٥٠٠٠	٦	٩٩	٢٦٠٠

المصدر: د. فهد الحويماني.

بقي أن نقول إن هناك تفاصيل أخرى لطريقة تحديد سعر الافتتاح لن نتطرق لها، ومنها أن الأوامر المسعرة بسعر السوق تأخذ الأولوية في التنفيذ، تليها الأوامر المحددة بأسعار أفضل من سعر الافتتاح (أي تلك المسعرة بأعلى من سعر الافتتاح في حالة الشراء، وتلك المسعرة بأقل من سعر الافتتاح في حالة البيع). ومن ثم تأتي الأوامر المحددة والتي سعرها مساوٍ لسعر الافتتاح، فيتم تنفيذها حسب الختم الزمني لكل أمر، وأن الأوامر المدخلة في الأيام السابقة تأخذ أولوية أعلى من الأوامر المحددة الجديدة. وعملية تحديد سعر الافتتاح هذه تتم قبل الفترة الصباحية وقبل الفترة المسائية من كل يوم.

ويجب الانتباه إلى أن بالإمكان إضافة وحذف أي من هذه الأوامر في أي وقت قبل الافتتاح مما يجعل السعر المفترض للافتتاح يتغير عدة مرات وأحياناً بشكل كبير. ويستخدم بعض المضاربون طريقة سحب العروض والطلبات قبل الافتتاح لمحاولة اكتشاف حجم السيولة المتوفرة في الطوابير، لأن هذه العمليات تكشف بقية الأوامر التي داخل الطوابير، وهي طريقة غير نظامية في السوق السعودي.

الصفقات

لاحظ إننا إلى الآن لم نر الأوامر التي تم تنفيذها، فقط رأينا طوابير البيع والشراء! فقد رأينا أعلاه أن هناك من يود شراء ١٤٠ سهماً بسعر ٢٤٣,٧٥ ريال وهناك من يود بيع ٧٢ سهماً بسعر ٢٤٤ ريالاً، وعرفنا سابقاً أنه طالما لم يتفق الطرفان على السعر نفسه والكمية نفسها فلن تحدث صفقة البيع أو الشراء. إذاً علينا أن نسأل إلى متى يظل الوضع بهذا الشكل؟ الجواب إن الوضع سيبقى على ما هو عليه ولن يحدث أي بيع أو شراء إلى أن إما يتنازل أحد الطرفين عن سعره، أو أن يأتي من يود البيع أو الشراء بسعر السوق (السعر المتاح). وعندما تتم الصفقات فإنها تظهر كما نشاهد في الشكل ١٢، حيث نرى في هذا المثال أن آخر صفقة كانت قبل إغلاق السوق بحوالي ٥٠ ثانية وبسعر ٢٤٣,٥٠ ريال وكمية بلغت ٥٠٠ سهم. وإذا تم تنفيذ عدد من الصفقات في الوقت نفسه (كما يتضح من الصفقتين الرابعة والخامسة من أسفل القائمة) فهي غالباً تدل على أنها صادرة من شخص واحد أو محفظة واحدة.

الصفقات : 4030 - الشركة الوطنية السع...

الكمية	الإغلاق	أدنى	أعلى	افتتاح
500,881	244.25	242.00	246.00	243.50

اتجاه	عدد	الكمية	السعر	الوقت
↓	1	500	243.50	11:59:10
↑	3	2,325	244.25	11:58:53
↑	8	17,349	244.00	11:58:53
↑	2	326	243.75	11:58:53
=	1	744	243.50	11:58:27
=	1	5,000	243.50	11:58:19
=	6	3,456	243.50	11:57:39
↓	1	500	243.50	11:57:03
=	1	292	243.75	11:56:57
↓	1	300	243.75	11:56:49
↑	1	200	244.00	11:56:47
=	1	60	243.75	11:56:23
=	1	500	243.75	11:56:03
=	1	500	243.75	11:54:40
=	1	250	243.75	11:54:37
↓	1	2,753	243.75	11:54:07
=	2	2,247	244.00	11:54:07
↑	1	3,000	244.00	11:53:43
↓	2	420	243.75	11:51:48
=	1	5,000	244.00	11:50:42

المصدر: برنامج مباشر

الشكل ١٢: صفقات البيع والشراء تظهر الواحدة تلو الأخرى حسب الوقت والكمية التي تمت بها.

وبالنسبة لسهم الاتجاه (الظاهر في يسار القائمة) فإنه يبين ما إذا كان آخر سعر للصفقة أعلى من السعر السابق (عندما يكون اتجاه السهم إلى الأعلى)، أم أقل من السعر السابق (عندما يكون اتجاه السهم إلى الأسفل) أم إنه مساو للسعر السابق (علامة يساوي).

طرق الاستفادة من طوابير الأوامر

أولاً تجدر الإشارة إلى أن هذه الطوابير مفيدة للمضارب أكثر من فائدتها للمستثمر، وذلك بسبب أهمية عامل الوقت للمضارب، خصوصاً للمضارب اليومي. أما بالنسبة للمستثمر على المدى الطويل فلا توجد في الواقع أهمية كبيرة لمتابعة مثل هذه الأسعار. وتتم الاستفادة من هذه الطوابير وصفقات التداول بعدة طرق، منها أولاً محاولة معرفة توجه السعر على المدى القصير. على سبيل المثال، لاحظ أن كمية الشراء الإجمالية في هذه اللحظة (الشكل ١٠، صفحة ٤٩٦) تساوي حوالي ضعف كمية البيع المتوقعة (٦١,٤٩٧ سهماً للشراء مقابل ٣٣,٧٥٤ سهماً للبيع)، وهذا يعني أنه في حالة عدم سحب أي من هذه الأوامر فمن المتوقع أن يرتفع السعر في الدقائق القادمة نتيجة زيادة الطلب على العرض. ثانياً، ينظر المضارب اليومي إلى حجم الأوامر ويحاول من خلالها اكتشاف شخصية المتداولين. على سبيل المثال، يتضح من قائمة أفضل عشرة أوامر (الشكل ١١، صفحة ٤٩٧) أن هناك عدداً من كبار المتداولين ممن على وشك الشراء (هناك ثلاثة أوامر قريبة بكميات تبلغ ٥٠٠٠ سهم وأمر آخر بكمية تبلغ ٣٠ ألف سهم)، بينما نجد أن أوامر البيع إما أنها صغيرة الكمية أو أنها بكميات كبيرة نسبياً ولكنها بعيدة بعض الشيء عن السعر الحالي.

ومن قائمة الصفقات (الشكل ١٢) يمكن اكتشاف الأوامر التي تتم بسعر السوق، والتي بالطبع لا تظهر في طوابير الشراء أو البيع (لأنها غير مسعرة)، وهي هامة جداً كونها تبين نشاط المحافظ الكبيرة، والتي غالباً تستخدم أوامر البيع والشراء بسعر السوق. على سبيل المثال، يتضح أن هناك من قام بشراء ٢٠ ألف سهم بسعر السوق (أو بسعر محدد أعلى من أفضل سعر)، وذلك بملاحظة الصفقات الثلاث (الظاهرة داخل المستطيل الموضح في الشكل). كيف عرفنا ذلك؟ أولاً، تمت الصفقة السابقة بالوقت ١١:٥٨:٢٧ وبسعر ٢٤٣,٥٠ ريال وكمية ٧٤٤ سهماً، ثم بعد ذلك ارتفع سعر الصفقة التالية إلى ٢٤٣,٧٥ ريال (مما يعني أنها كانت بسعر العرض) وتلاها صفقتان أخريتان بكمية إجمالية بلغت ٢٠ ألف سهم، مما يدل أنها جاءت من جهة واحدة. ثانياً، لاحظ أن أسعار هذه الصفقات الثلاث تزايدت من ٢٤٣,٧٥ إلى ٢٤٤,٠٠ إلى ٢٤٤,٢٥ مما يدل على أنها صفقات شراء بسعر العرض. وأخيراً نجد أن الصفقات الثلاث هذه تمت في نفس الوقت ١١:٥٨:٥٣، مما يؤكد تماماً أنها حالة شراء بسعر السوق وبكمية كبيرة. وبالطبع يمكن متابعة هذه الصفقات وقت حدوثها ومشاهدتها وهي تتغير من وقت لآخر لاكتشاف مثل هذه الأحداث.

وأخيراً، من خلال أسهم الاتجاه الخضراء والحمراء يمكن تحديد توجه السعر على المدى القصير، وذلك بملاحظة أن السهم الذي يمر بحالة اتجاه صاعد تكون أسعاره متصاعدة، ويظهر ذلك في قائمة الصفقات من خلال عدد من الأسهم الخضراء الصاعدة التي تتخللها علامات "يساوي" وقليل من الأسهم الحمراء الهابطة (راجع الوقفة الظاهرة في صفحة ٢٨١ بخصوص التفريق بين عملية البيع وعملية الشراء).

التحليل الفني للأسهم السعودية

هنا نقوم بدراسة بعض الجوانب الفنية الخاصة بالسوق السعودي، ونتحدث عن بعض الأساليب الفنية المفيدة للتعامل فيه، وبلا شك فالقارئ بحاجة إلى الرجوع للفصل المختص بالتحليل الفني (الصفحة ٢٢٧) من أجل التعرف على أسس التحليل الفني بشكل مفصل، وكيفية الاستفادة منه في البيع والشراء.

أولاً نشير إلى أن هناك مفهوماً خاطئاً لدى بعض الناس وهو أن التحليل الفني لا ينطبق على السوق السعودي، وفي ذلك خطأ كبير وعدم فهم للمقصود بالتحليل الفني. فالتحليل الفني عبارة عن طرق وأساليب وأدوات عديدة متاحة للمحلل يصنع بها ما يشاء. فمن خلالها يستطيع المحلل، على سبيل المثال، أن يرصد حركة اتجاه السهم والأماكن التي قد يتوقف عندها، وأن يقرر ما إذا كان السهم يمر بمرحلة تجميع أم تصريف، وما إذا كان سعره الحالي يعتبر مرتفعاً أم منخفضاً مقارنة بالماضي، وهكذا. وهذه الأدوات تستخدم لتشخيص الأسهم في كل مكان في العالم، ولا توجد في الواقع أدوات تستخدم في دولة ولا تستخدم في أخرى. لكن بالطبع هناك أحياناً حاجة لتفسير سوق ما، أو حتى سهم بعينه، حسب أدوات معينة أو حسب قراءات معينة، ولكن تبقى أدوات التحليل الفني هي السلاح المفيد لأي سوق، بما في ذلك السوق السعودي.

وقفة

في رأيي إن التحليل الفني ينطبق على السوق السعودي أكثر مما ينطبق على أكثر الأسواق الدولية، كالسوق الأمريكي على سبيل المثال! وهناك عدد من الأسباب تبرر هذا الرأي، منها:

أولاً: متى ما كان المتعاملون في السوق على دراية جيدة بأساليب التحليل الفني، فإن ذلك يضعف من إمكانية الاستفادة من التحليل الفني. فعندما يستطيع عدد كبير من المتعاملين، بسبب استخدامهم لأدوات التحليل الفني ذاتها، معرفة حدة التجميع والتصريف الواقعة في أحد الأسهم، أو عندما يعرفون أن سهماً يمر باتجاه صاعد أو أن فجوة سابقة قد أصبحت مكان دعم، وهكذا، فهم بلا شك سيتسابقون على اقتناص هذه الفرص، الأمر الذي يؤدي إلى تقليص مدى الاستفادة من تلك الفرصة. ومعروف في تاريخ الأسواق الأمريكية أن هناك الكثير ممن استفاد بشكل كبير من مفاهيم فنية بسيطة إلى أن عرف الناس بها ومن ثم لم تعد لها قيمة.

ثانياً: متى ما كان السوق كبيراً من حيث عدد المتعاملين وعدد الشركات وكانت أوقات التداول فيه طويلة وكان يتمتع بكفاءة عالية (راجع مفهوم كفاءة السوق، الصفحة ١٣٨) كلما تضاءلت فرص الاستفادة من أي ثغرات فيه، سواءً باستخدام التحليل الفني أو غيره. وبما أن السوق السعودي يسجل علامات ضعيفة في كل مما سبق، فبالتالي نتوقع أن ينفع فيه التحليل الفني أكثر من غيره.

وفي النهاية قد يكون أصدق دليل على انطباق التحليل الفني على السوق السعودي ما سنراه فيما يلي من أمثلة واضحة لأسهم حقيقية في السوق السعودي، ونرى كيف أن التحليل الفني كان مفيداً جداً في التعامل مع هذه الحالات في وقتها.

الدعم والمقاومة

يبين الشكل ١٣ أماكن الدعم والمقاومة لسهم شركة الاسمنت العربية، فنجد أن الخط رقم ١ يبين بقاء السهم تحت منطقة مقاومة قوية لمدة حوالي ٤ أشهر، قرب سعر ٤٠٠ ريال، ونلاحظ أن هذا الخط أصبح منطقة دعم لاحقاً كما هو متوقع، حيث يحدث كثيراً أن تصبح المقاومة دعماً في المستقبل. ونرى الشيء نفسه تكرر مرة أخرى حسب الخط رقم ٢، فتحولت المقاومة التي في بداية الخط إلى دعم في النهاية. أما الخط رقم ٣ فيوضح كيف أن الدعم أصبح مقاومة. ومثل هذه الأشياء تتكرر في أسهم كثيرة وحسب فترات زمنية مختلفة. وتفسير ظاهرة تحول الدعم إلى مقاومة يعود للحالة النفسية لدى المشتري الذي شاهد السهم ينكسر بقوة بعد أن اشتراه، فتجده يقرر بيعه حالما يعود قرب سعر الشراء، جاعلاً من هذه المنطقة منطقة مقاومة. وبالتفسير النفسي كذلك نجد أن المقاومة تصبح دعماً لأن من باع السهم أو لم يكن يمتلكه عندما تجاوز السهم المقاومة، تجده يشتري السهم عند رجوعه إلى نفس المكان الذي بدأت عنده الانطلاقة، من منطلق أن السهم يمنحه الآن فرصة جديدة للشراء، فتصبح هذه المنطقة منطقة دعم للسهم. وذكرنا سابقاً أن هناك أسباب أساسية (ليست فقط فنية) تبنى عليها مناطق الدعم والمقاومة.



الشكل ١٣: حالات الدعم والمقاومة تتكرر بكثرة، وظاهرة المقاومة تصبح دعماً، والدعم يصبح مقاومة.

ويحدث كثيراً في السوق السعودي (مثله مثل باقي الأسواق) في أن تتمركز مناطق الدعم والمقاومة عند الأرقام الرئيسية التي تقبل القسمة على ١٠٠، وتلك التي تقبل القسمة على ١٠ أو حتى ٥، ويعود

ذلك لأسباب نفسية كذلك، فتجد أن أكثر الناس عندما يشتري سهماً بـ ٩٠ ريالاً قد يقرر بيعه بـ ١٠٠ ريال ولا يبيعه بـ ٩٨ ريالاً ولا ١٠١ ريال، فيكون سعر ١٠٠ ريال سعر مقاومة للسهم. كذلك ينطبق ما نراه في الأسواق الدولية من أن مقدار الانطلاق بعد تجاوز المقاومة له علاقة بطول المقاومة. فكلما زاد عدد الأيام التي يمر فيها السهم بمقاومة، كلما كانت المسافة التي يقطعها السهم بعد تجاوز هذه المقاومة طويلة. راجع صفحة ٢٣٧ للمزيد عن الدعم والمقاومة.

الاتجاه Trend

معروف أن هناك محللين مختصين في متابعة الاتجاه وبناء قراراتهم الاستثمارية حسب ما يكتشفونه عن مسار اتجاه السهم أو السوق ككل. والفكرة الرئيسية هنا، وهي واحدة من ركائز نظرية داو (راجع الصفحة ٢٣٢)، هو أن الأسعار تمر بمراحل صعود أو هبوط تستمر لفترات طويلة، وإن ما نحن بحاجة له مجرد القيام بتحديد بداية المسار الصاعد وركوب قافلته إلى أن يتغير وتبدأ الأسعار بالنزول، فننسحب منه ونبحث عن مسار صاعد آخر. هناك مقولة معروفة تؤكد أن الاتجاه يجب أن يكون صديقك (The trend is your friend)، والمقصود أن في الاتجاه معلومات مفيدة عليك إتباعها. مثال ذلك ما نراه في الشكل ١٤، حيث نرى أن أي محاولة لشراء السهم من أول شهر مارس حتى أول شهر مايو كانت مخالفة لمسار الاتجاه الذي كان واضحاً أنه يسير في اتجاه هابط. ولم تظهر علامة الشراء إلاّ لاحقاً بعد أن كُسر هذا الاتجاه، وعندها بدأت مرحلة الصعود. وتزداد مصداقية التغير في الاتجاه مع زيادة كمية التداول، كما نرى في الشكل.



الشكل ١٤: طريقة عدم الشراء حتى يتم كسر الاتجاه الهابط (ترند هابط) تعد سلاحاً قوياً في يد المستثمر.

ونرى في الشكل ١٥ كيف أن الالتزام بمبدأ البقاء مع الاتجاه كان مفيداً في هذه الشركة، حيث بدأ السهم بالهبوط وتغيرت وجهته بعد أن كسر الاتجاه الصاعد. ويمكن ملاحظة أن السهم استمر في

الهبوط إلى منتصف مايو في الشكل، عندما بدأ يكسر خط الهبوط، مشيراً إلى مناسبة العودة لشراء السهم بعد ذلك.



الشكل ١٥: البقاء في السهم حتى يخرج عن مساره، ومن ثم الخروج حتى يغير مساره الهابط.

الانطلاق وجني الأرباح

طبيعي ألاّ تستمر المقاومة إلى الأبد، بل غالباً ما يأتي يوم تتغير فيه تقديرات المستثمرين عن مستقبل الشركة، فيخرج السهم من منطقة المقاومة بانطلاق إلى الأعلى، أو انكسار إلى الأسفل. ويكون الانطلاق حقيقياً ويعتد به عندما تكون كمية التداول أثناء الانطلاق أعلى بكثير من متوسط كمية التداول في الأيام السابقة. ويلاحظ أن كمية التداول أثناء الأيام التي يمر فيها السهم بمقاومة (قبل الانطلاق) تأتي بشكل هابط، أي أن الكمية تأخذ بالتناقص إلى أن تأتي الانطلاقة، أو الانكسار، وإنه كلما طالت مدة المقاومة زاد ذلك من حدة الانطلاق، الشكل ١٦.

وكما يحدث في الأسواق الدولية، نجد أنه بعد الانطلاق يكون هناك تراجع في السعر وهو ما نسميه بظاهرة جني الأرباح، والتي هي عبارة عن حالات بيع من قبل صغار المستثمرين. ونتأكد من كونها مجرد حالة جني أرباح (وليست هبوطاً بسبب خروج كبار المستثمرين) بمراقبة كمية التداول أثناء التراجع: إذا كانت كمية التداول عالية، فهي ليست مجرد جني أرباح، ولا ينصح بشراء السهم في هذه الحالة، وإن كانت ضعيفة فهي غالباً بسبب خروج صغار المستثمرين وأولئك الذين يحرصون على البيع بأي ربح كان. ولكن يجب الانتباه إلى أن كمية التداول في السوق السعودي غير دقيقة بسبب وجود حدود لأسعار التداول اليومي، فإذا كان السهم يحقق صعوداً كبيراً أو هبوطاً كبيراً بدون ظهور كميات كبيرة، فقد يكون السبب اصطدام السعر بالحد الأعلى أو الأدنى، وليس بسبب نقص حقيقي في الكمية.

ونستطيع معرفة أفضل مكان للشراء بعد حدوث جني الأرباح، وذلك بالاستناد إلى ظاهرة تغير المقاومة إلى دعم. فنجد أن التراجع الناتج بسبب جني الأرباح من المحتمل له أن يقف عند خط الدعم الجديد (المقاومة سابقاً)، ويكون هذا المكان أنسب مكان للشراء لمن فاته شراء السهم قبل الانطلاق.



الشكل ١٦: حصول انطلاق عقب مقاومة ومن ثم جني أرباح يعد من أفضل فرص الربح المتاحة في السوق السعودي.

ولأنه من غير الممكن معرفة ما إذا كان الهبوط الناتج بسبب جني الأرباح سيستمر إلى أن يلامس السعر خط الدعم الجديد (كما في الشكل)، فمن الأفضل عندما يتبين أن هناك ظاهرة جني أرباح أن يتم الشراء على دفعات خلال هذه الأوقات، أي البدء بالشراء من يوم ٢٧ أبريل في الشكل، لأن بالإمكان ألاّ يهبط السهم كثيراً بعد ذلك، وتفوت على المضارب فرصة الشراء. وتمكّن عملية الشراء على دفعات بالحصول على سعر متوسط مناسب في حالة نزول السعر، والاستفادة مباشرة من الارتفاع إن واصل السهم صعوده. أي أنه بكلتا الحالتين يخرج المضارب الحذق فائزاً، لأن هبوط السعر بعد شراء الدفعة الأولى يمنحه فرصة الشراء بأسعار أقل فيما بعد، وارتفاع السعر يحقق له ربحاً فورياً!

يوم الانعكاس

يوم الانعكاس يؤخذ كدليل على نهاية الاتجاه والبدء بأخذ مسار مختلف، وهو ما نراه في مثال سهم الكهرباء (الشكل ١٧) حيث جاء يوم الانعكاس عند حوالي سعر ١٨٠ ريالاً وخسر السهم حوالي ٥٠٪ من قيمته، لينهي هذا النزول الحاد بيوم انعكاس آخر (إلى الأعلى هذه المرة).



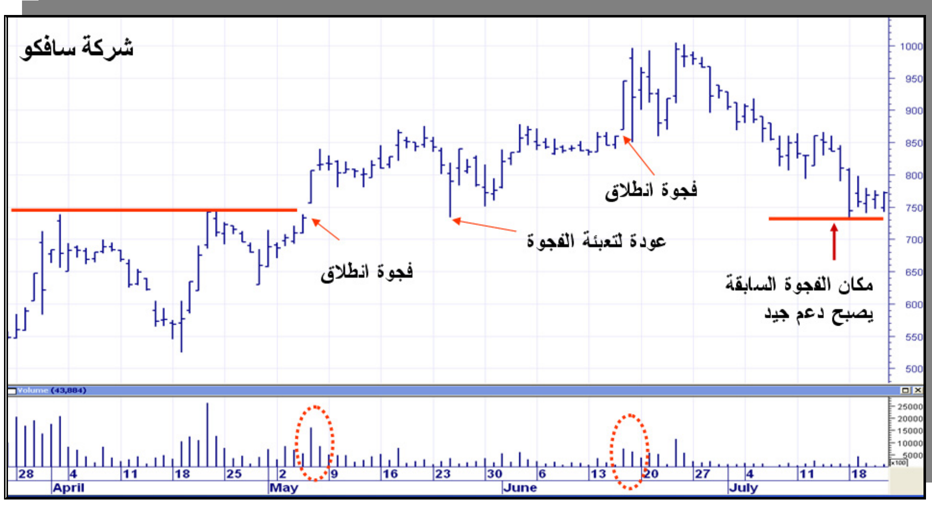
الشكل ١٧: ظاهرة انعكاس الاتجاه الصاعد وانعكاس الاتجاه الهابط تتكرر كثيراً في السوق السعودي.

وكما علمنا سابقاً إن يوم الانعكاس الصاعد هو عبارة عن يوم يأتي بعد اتجاه صاعد، بحيث يحقق السهم سعراً عالياً جديداً ويقفل أقل من إقفال اليوم السابق، بكمية تداول عالية، إلى جانب بعض الخصائص الأخرى التي تزيد من تأكيد يوم الانعكاس وتمنحه مصداقية أكبر، وهي أن عمود السعر (الفرق بين أعلى سعر وأدنى سعر لذلك اليوم) يكون كبيراً، وأن السهم يقفل قرب أسفل عمود السعر. وفي الشكل نرى كيف أن انعكاس الاتجاه الصاعد لهذا السهم قد أُعلن عنه بيوم انعكاس كلاسيكي محققاً جميع شروط الانعكاس. وبالمثل نرى أن الاتجاه الهابط قد انتهى كذلك بيوم انعكاس واضح، يوم ٢٨ مايو، حيث كان هناك سعر أدنى جديد ثم إقفال أعلى من إقفال اليوم السابق وكان الإقفال في أعلى العمود، والذي بدوره كان عموداً طويلاً نسبياً، وكانت كمية التداول عالية نسبياً. راجع صفحة ٢٤٣ للمزيد عن يوم الانعكاس.

الفجوات

معروف أن الفجوات تتكرر لأسباب عديدة، ويتم التعامل معها بطرق مختلفة، أهمها كون مكان الفجوة العليا يصبح منطقة دعم جيدة في المستقبل (فيمكن الشراء عندها وإقفال الخسارة فيما لو نزل السعر عنها)، وهذا ما نراه في الشكل ١٨، حيث نرى أن السهم كان يمر بمنطقة مقاومة انتهت في أول شهر مايو بانطلاق خلّف وراءه فجوة كبيرة، وحدث ذلك بكمية تداول عالية. فتكون هذه الفجوة مكان دعم في المستقبل، كما نرى في الشكل، حيث عاد السعر عدة مرات في الأيام التالية ليغلق الفجوة قبل أن يواصل مشوار الصعود. وتسمى هذه الحالة بظاهرة تعبئة الفجوة، ويقصد

بها أن السهم عندما يتراجع فإنه يجد دعماً قوياً عند مكان الفجوة مما يجعله يبدو وكأنه يقوم بتعبئة الفراغ الذي سبق أن تركه خلفه. ومرة أخرى نجد أن هذه الفجوة وقفت كمكان دعم قوي في منتصف شهر يوليو (أقصى اليمين)، لتوقف هبوط السهم الذي بدأ منذ أواخر شهر يونيو. ولم ينزل السهم عن هذه المنطقة فيما بعد، بل واصل الارتفاع إلى أكثر من ١٠٠٠ ريال خلال أشهر قليلة بعد ذلك.



الشكل ١٨: الفجوة تصبح مكان دعم في المستقبل، ونشاهد ظاهرة تعبئة الفجوة في عدة أماكن.

لاحظ أن كمية التداول وقت حدوث الفجوة تكون عالية، وإن الفجوة الثانية أسميناها فجوة انطلاق كذلك لأنها أتت في مكان انطلاق جديد من مقاومة جديدة، ويمكن تسميتها فجوة مواصلة أو حتى فجوة نهاية، ولكن المهم متابعة ظاهرة تعبئة الفجوة والاستفادة منها كمنطقة شراء.

ويمكن للفجوات أن تأتي نتيجة هبوط السعر، فتسمى فجوة انكسار، بدلاً من فجوة انطلاق وتنطبق جميع الملاحظات التي تطرقنا لها قبل قليل ولكن بشكل عكسي. راجع صفحة ٢٤٠ للمزيد عن الفجوات.

النماذج

نماذج الأسعار التي نجدها في الأسهم الدولية نشاهدها كذلك في السوق السعودي (راجع صفحة ٢٤٩ لمعرفة أنواع النماذج). هنا نرى في الشكل ١٩ نموذج الرأس والكتفين الشهير في قطاع الاسمنت، حيث امتد هذا النموذج، الذي يعكس الاتجاه الصاعد إلى هابط، حوالي عامين وأدى إلى هبوط حاد لمدة عامين بعد ذلك. (لاحظ هنا أن الهبوط وقف عند منطقة دعم قديمة تشكلت في عام ٩٥م).



الشكل ١٩: نموذج الرأس والكتفين ظهر في قطاع الاسمنت وأدى إلى هبوط استمر عدة سنوات.

وهذه النماذج كما ذكرنا عبارة عن مرآة لرصد تصرف جموع المتعاملين في السهم، والتي من خلال التجارب والمشاهدات تبين أنها تؤدي في كثير من الأحيان إلى نتائج معينة يمكن الاستفادة منها في قرار البيع والشراء. فما نراه في هذا النموذج هو عبارة عن موجات شراء بلغت القمة في منطقة الرأس ومن ثم تحولت إلى موجات بيع أدت إلى هبوط حاد، فقد السهم بسببه جميع نقاط الصعود التي كسبها خلال السنوات الثلاث الماضية.

ومن الشكل ٢٠ نرى نموذج العلَم الذي يعتبر مكاناً يأخذ فيه السعر قسطاً من الراحة قبل مواصلة المشوار، ونرى من خلاله كيف أنه في حالة الاتجاه الصاعد يأتي العلَم مائلاً إلى الأسفل، وفي الهبوط يكون مائلاً إلى الأعلى. ونعرف كذلك أن الانطلاق بعد العلَم يؤدي غالباً إلى قطع السهم لمسافة تساوي طول عمود العلم قبل أن يقف ليقرر مستقبله، وهذا واضح في الشكل كذلك.

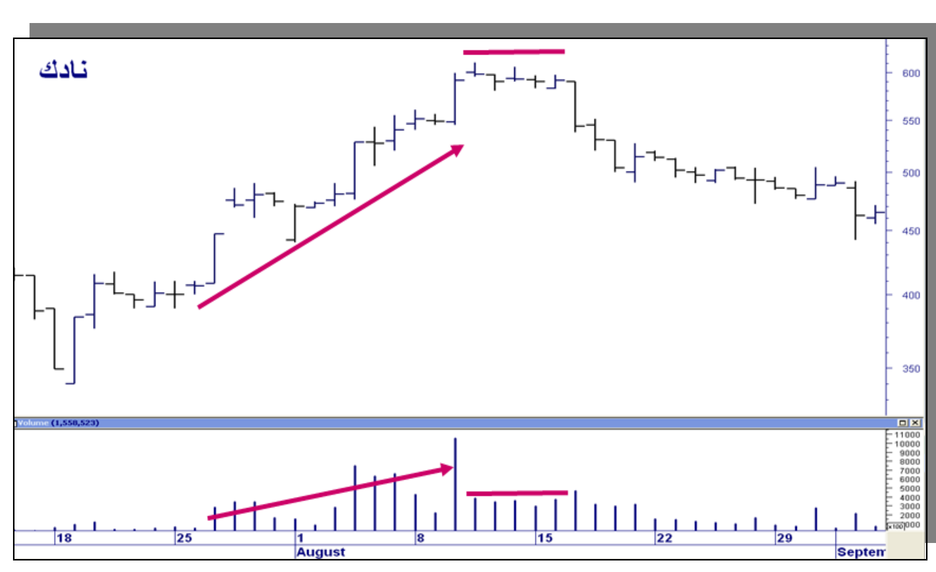
التجميع والتصريف

حالات التجميع هي الأوقات التي يمر فيها السهم بدفعات شراء من قبل كبار المستثمرين وتتم بطريقة شبه خفية كي لا يتسبب ذلك في ارتفاع السعر بشكل مفرط، والتصريف عكس ذلك (راجع صفحة ٢٧٨ لمزيد من المعلومات عن التجميع والتصريف). نرى في الشكل ٢١ حالة تصريف واضحة مطابقة للتعريف الصحيح للتصريف، حيث أخذ السهم في الارتفاع بكميات تداول عالية ومن ثم بدأ بالاستقرار مع انخفاض بسيط في السعر (الخط الأفقي في أعلى الشكل)، إلا أن الكميات بقيت

بشكل عالٍ نسبياً. ومثل هذه الحالة تعرف بالتصريف وتؤدي إلى هبوط السعر في الفترات القادمة، ويستحسن الخروج من السهم في مثل هذه الأوقات.



الشكل ٢٠: نموذج العلم يعتبر مواصلة للاتجاه السابق، والعلَم الهابط يعد إيجابياً والعلَم الصاعد يعد سلبياً.



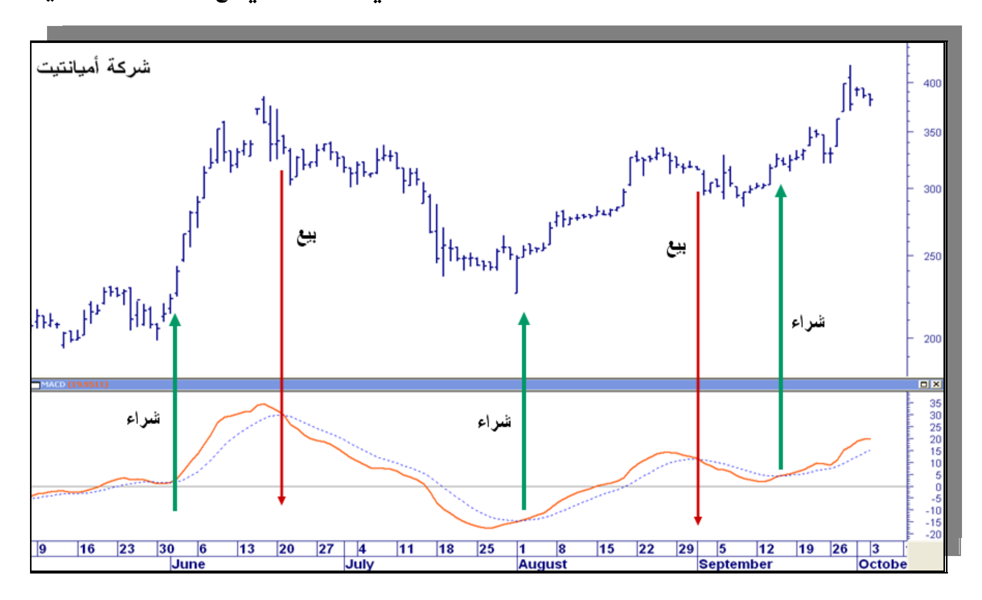
الشكل ٢١: حالة تصريف واضحة تأتي بعد الصعود وتؤدي إلى هبوط في الأسابيع التالية.

المؤشرات الفنية

ذكرنا في الفصل الخاص بالتحليل الفني أن المؤشرات الفنية تعطي نتائج حسابية لحال السهم في أي وقت من الأوقات، فهي عبارة عن مقياس لدرجة حرارة السهم، إن صح التعبير، ومن خلالها نستطيع معرفة إن كان السهم يسير بسرعة عالية، أم أنه شاطح في مساره أو أنه يمر بحالات بيع أو شراء غير عادية، وهكذا. وهذه المؤشرات مفيدة في السوق السعودي وتنطبق على الأسهم السعودية بشكل كبير.

ومن أشهر المؤشرات الفنية نجد مقياس ماك دي (MACD)، والذي يستخدم كثيراً للشراء عندما يقطع خط ماك دي خط المتوسط إلى الأعلى، والبيع عندما يقطعه إلى الأسفل. على سبيل المثال، في الشكل ٢٢ تم الشراء لأن الخط الغامق (خط ماك دي) قطع الخط المتقطع (متوسط ٩ أيام) إلى الأعلى، وتم البيع عندما حدث العكس. بواسطة هذا المؤشر يتمكن المضارب من الخروج من السهم عندما يكون السهم في مرحلة نزول، ويعود مباشرة لامتلاك السهم عندما يستعيد السهم عافيته. راجع صفحة ٢٧١ للمزيد عن هذا المؤشر.

ويمكن استخدام مقياس ماك دي خلال اليوم بواسطة أعمدة ٥ دقائق أو ١٠ دقائق والاستفادة من ذلك في الشراء والبيع خلال ساعة واحدة أو ساعتين، وذلك بمراقبة طريقة التقاطع كما ذكرنا قبل قليل، أو لرصد الانفراجات السلبية والايجابية، كما سنرى في المثال التالي مع مقياس آر أس آي.



الشكل ٢٢: استخدام مؤشر ماك دي للشراء والبيع حسب تقاطع خط ماك دي مع متوسطه.

انفراج المؤشرات

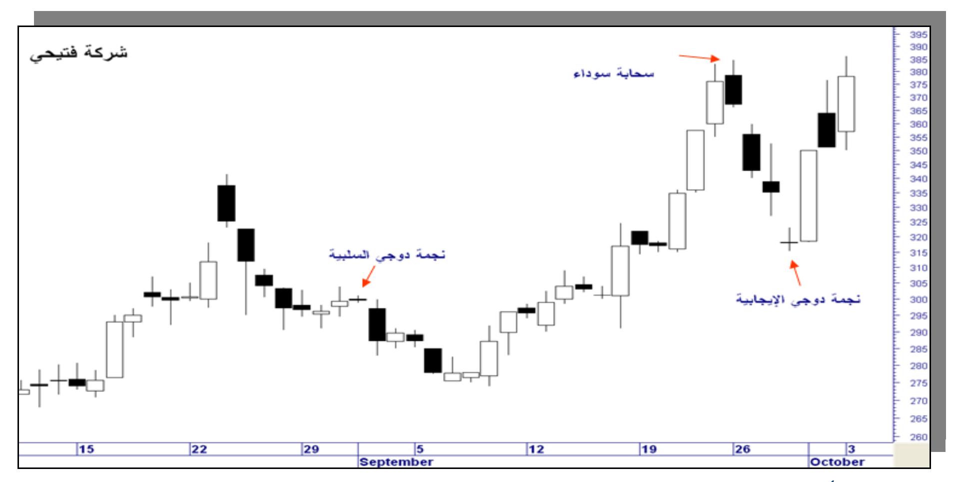
ظاهرة الانفراج أو التباين بين قراءة مسار المؤشر ومسار حركة السهم نجدها في هذا المثال (الشكل ٢٣)، الذي يوضح كيف أن مقياس آر أس آي كان في نزول (أعلى الشكل) بينما كان سعر السهم يحقق أسعاراً عالية جديدة. هذا ما يسمى بالانفراج السلبي والذي يؤدي في النهاية إلى أن يسلك السهم نفس الاتجاه الذي يسلكه المقياس. أي بما أن المقياس هنا يشير إلى اتجاه هابط فإن الذي يحدث بعد ذلك مباشرة أن يبدأ السهم بالنزول. أما الانفراج الايجابي فيحدث عندما يبدو أن السهم يسير في اتجاه هابط ولكن المقياس (أياً كان هذا المقياس) يشير إلى اتجاه صاعد.



الشكل ٢٣: انفراج سلبي في مؤشر آر أس آي أدّى إلى هبوط السهم بقوة.

الشموع اليابانية

تستخدم الشموع اليابانية لرسم حركة السهم بشكل أوضح مما هو متاح بواسطة الخارطة الخطية أو العمودية، وفي الشكل ٢٤ نجد نموذج السحابة السوداء الذي يأتي معلناً عن هبوط قادم، وهو عبارة عن شمعة سوداء تفتح إلى أعلى الشمعة البيضاء لليوم السابق، وتغلق مغطية جزءاً منها. ونرى كذلك نموذج شمعة دوجي السلبية الذي يشير إلى نهاية أي صعود متحقق والبدء بالهبوط. وأما نموذج شمعة دوجي الايجابية (في يمين الشكل) فيأتي لينهي هبوط السهم. وهناك نماذج كثيرة تأتي باستمرار ويمكن الاستفادة منها لتوقيت الشراء والبيع على المدى القصير، راجع صفحة ٢٦٥ للمزيد عن الشموع اليابانية.



الشكل ٢٤: أمثلة لنماذج الشموع اليابانية في السوق السعودي.

التحليل الأساسي للأسهم السعودية

للقيام بتحليل الأسهم السعودية بأسلوب التحليل الأساسي نقوم باستخدام الطرق نفسها التي استخدمناها في تحليل الأسهم الأمريكية (راجع الفصلين التاسع والعاشر)، ونستفيد كذلك من المفاهيم العلمية ذاتها والنسب المالية ذاتها، إلا أننا نأخذ بعض الاختلافات في السوق السعودي بعين الاعتبار. مصدر هذا الاختلاف يأتي بشكل كبير من مقتضيات نظام الشركات السعودي وبعض الأنظمة الصادرة من مؤسسة النقد ومن هيئة السوق المالية. نقوم فيما يلي باستعراض بعض جوانب الاختلاف وتأثيرها على تحليل الأسهم، ومن ثم نقوم باستعراض البيانات المالية لإحدى الشركات كمثال لتحليل الشركات السعودية.

القيمة الاسمية للأسهم

عند تأسيس الشركة المساهمة وبعد تحديد رأس مالها، تقوم الشركة بتجزئة رأس مالها إلى عدة أسهم قيمتها الإجمالية تساوي كامل رأس المال، ولكن بشرط ألا تقل القيمة الاسمية للسهم الواحد عن ٥٠ ريالاً سعودياً، وذلك وفقاً للمادة التاسعة والأربعين من نظام الشركات السعودي[٩]. فإذا كان رأس مال الشركة يساوي بليون ريال، فلا يمكن لعدد الأسهم أن يزيد عن ٢٠ مليون سهم على الإطلاق (١ بليون ريال ÷ ٥٠ ريالاً للسهم = ٢٠ مليون سهم). ولكن يمكن له أن ينقص عن ٢٠

9 تم تغيير القيمة الاسمية لجميع الشركات إلى ١٠ ريالات ابتداء من ١ أبريل ٢٠٠٦م.

مليون سهم إن أرادت الشركة أن تجعل القيمة الاسمية أكثر من ٥٠ ريالاً. على سبيل المثال، يمكن لهذه الشركة أن تطرح ١٠ ملايين سهم، بدلاً من ٢٠ مليون سهم، لو كانت القيمة الاسمية ١٠٠ ريال. وحسب نظام الشركات يجب ألا يقل المدفوع من رأس المال عند تأسيس الشركة عن نصف رأس المال المصرح به، وألا يقل رأس مال الشركة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام عن عشرة ملايين ريال سعودي.

وتظهر مشكلة القيمة الاسمية في الأسهم السعودية عندما يرتفع سعر السهم في السوق إلى درجة تحد من سهولة تداوله وتبعده عن أيدي معظم المستثمرين، فيكون الحل في مثل هذه الحالة أن تقوم الشركة بزيادة عدد أسهمها، وفي الوقت نفسه خفض قيمة السهم بالمقدار نفسه، أي تقوم بإجراء عملية تجزئة Split (راجع الصفحة ١٥١). المشكلة هنا أنه لا يمكن الأخذ بهذا الحل إذا كانت القيمة الاسمية الحالية للسهم قد وصلت الحد الأدنى المسموح به، أي ٥٠ ريالاً، لذا فإن الشركات عادة تلجأ إلى زيادة رأس مالها بشكل أو آخر، لتتمكن من تقسيمه إلى عدد أكبر من الأسهم مع بقاء القيمة الاسمية عند الحد الأدنى.

مثال

شركة رأس مالها ١ بليون ريال، تم تقسيمه إلى ٢٠ مليون سهم، قيمة كل سهم ٥٠ ريالاً، ووصل سعر السهم في السوق بعد عدة سنوات إلى ١٠٠٠ ريال للسهم، وتود الشركة خفض قيمة السهم ليكون في متناول الجميع (وكذلك لأسباب أخرى نتطرق لها لاحقاً)، فكيف يمكنها القيام بذلك؟ ***ملاحظة: مشكلة الحاجة لتخفيض القيمة السوقية تظل باقية حتى بعد تغيير القيمة الاسمية إلى ١٠ ريالات.***

لاحظ أن القيمة السوقية لهذه الشركة تساوي ٢٠ بليون ريال (٢٠ مليون سهم × ١٠٠٠ ريال للسهم = ٢٠ بليون ريال)، والذي بالطبع يجب أن يبقى كما هو بعد إجراء عملية التعديل هذه، نظراً لأن القيمة الإجمالية للشركة لم تتغير، والعملية مجرد تغيير في قيمة السهم الواحد. هنا نرى أنه لو كان بالإمكان زيادة عدد الأسهم إلى ٤٠ مليون سهم لتغير سعر السوق أوتوماتيكياً إلى ٥٠٠ ريال للسهم، وذلك من أجل أن تبقى القيمة السوقية للشركة عند ٢٠ بليون ريال (٤٠ مليون سهم × ٥٠٠ ريال للسهم = ٢٠ بليون ريال). فهل من الممكن تغيير عدد أسهم هذه الشركة إلى ٤٠ مليون سهم؟ الجواب بالطبع لا، وذلك لأن رأس المال لا يزال ١ بليون ريال فقط، والذي إن قسمناه على ٤٠ مليون سهم، فستصبح القيمة الاسمية للسهم الواحد ٢٥ ريالاً (١ بليون ريال ÷ ٤٠ مليون سهم = ٢٥ ريالاً للسهم)، وهذا أقل من الحد الأدنى المسموح به.

إذاً الحل في هذا المثال هو أن تقوم الشركة بزيادة رأس مالها بطريقة أو أخرى (كما سنرى) إلى ٢ بليون ريال وتستطيع عندها زيادة عدد الأسهم دون تغيير القيمة الاسمية للسهم.

رفع رأس المال

لماذا تلجأ الشركات السعودية لرفع رأس مالها باستمرار؟ رأينا قبل قليل أن أحد الأسباب هو لتعديل سعر السهم المرتفع، ولكن هناك أسباباً أخرى هامة وطرقاً عديدة لرفع رأس المال، نستعرض بعضاً منها فيما يلي. فهناك طريقة طرح أسهم جديدة للاكتتاب الخاص أو العام، وطريقة التحويل من احتياطيات الشركة، وطريقة دفع الأقساط المتبقية. لاحظ أن الاقتراض بإصدار سندات أو بقروض بنكية لا يرفع من رأس المال، بل يضخ إلى الشركة سيولة نقدية تضاف إلى أصول الشركة وتبقى من ضمن الخصوم أو الالتزامات على الشركة.

فوائد رفع رأس المال

ما الأسباب التي تجعل الشركات والبنوك تقوم برفع رأس مالها بين الحين والآخر؟ ولماذا يقابل هذا بارتياح كبير من قبل المستثمرين؟ تختلف الأسباب ولكن يمكن ذكر أهم الفوائد الناتجة عن عملية رفع رأس المال بشكل عام وهي:

- ✓ بالنسبة إلى رفع رأس المال بإصدار أسهم جديدة فهو يؤدي إلى حصول الشركة على السيولة النقدية التي تحتاجها للتوسع والتطوير.
- ✓ يؤدي رفع رأس المال بجميع أشكاله إلى خفض سعر السهم في السوق ويجعله في متناول الجميع، وينتج عنه ازدياد في عدد الأسهم يؤدي إلى زيادة في سيولة السهم، وزيادة في عمق مستويات العرض والطلب.
- ✓ يؤدي رفع رأس المال بجميع أشكاله إلى تعزيز مركز الشركة المالي، فتحصل على قروض مالية بشروط ميسرة وتعزز من مكانتها أمام الجهات التي تتعامل معها.
- ✓ يؤدي رفع رأس المال عن طريق التحويل من الاحتياطيات إلى زيادة مباشرة في رؤوس أموال الملاك. بمعنى أن الأموال المسجلة في الاحتياطيات أو في الأرباح المبقاة ليست في يد ملاّك الشركة مثل رأس المال، وقد يكون تأثير ذلك على المستثمرين نفسي أكثر مما هو حقيقي.
- ✓ وفقاً لنظام الشركات، يجب ألاّ تقل قيمة الأرباح الموزعة عن ٥٪ من رأس مال الشركة، مما يعني أن أي زيادة في رأس المال تؤدي إلى زيادة في الأرباح الموزعة (إن قامت الشركة بتوزيع أرباح).
- ✓ بالنسبة للبنوك فإن رفع رأس المال يجعلها قادرة على أخذ مزيد من الودائع، والتي وفقاً للمادة السادسة من نظام مراقبة البنوك، يجب ألا تزيد الودائع عن ١٥ ضعف رأس مال البنك زائد احتياطياته. فكلما زاد رأس المال، زادت الودائع المسموح للبنك بالاحتفاظ بها، وبالتالي زادت قدرته على تقديم القروض. كذلك يحتاج البنك إلى الالتزام

بمعايير دولية، مثل ضوابط بازل Basel II لكفاية رأس المال، والتي تأخذ رأس المال في الاعتبار.

ولا يسمح للشركة بزيادة (أو خفض) رأس مالها إلا بعد الحصول على موافقة هيئة السوق المالية، والتي تقوم بدراسة الطلب وتبحث في أسباب الزيادة أو التخفيض، وكيفية استخدام حصيلة الإصدار، ومدى التزام الشركة بمعايير الإفصاح والشفافية، ونسبة الزيادة في رأس المال، والزيادات السابقة في رأس المال. كذلك يُنظر إلى التدفقات النقدية للشركة، والنسب المالية لها، والأداء المالي التاريخي للشركة، وربح السهم، وغيرها، وذلك للتأكد من أن المعايير الكمية والنوعية تؤيد قرار تعديل رأس المال من عدمه.

ويمكن لمجلس إدارة الشركة أن يوصي برفع رأس المال ويصدر خبراً بذلك، ولكن لا يتم ذلك إلا بموافقة هيئة السوق المالية ووزارة التجارة والصناعة. وكما سنتطرق له لاحقاً ليست كل عمليات رفع رأس المال مجزية، بل يجب البحث عن سبب رفع رأس المال ومدى فائدته للشركة.

طرح أسهم جديدة

قد تكون هذه أوضح طريقة لرفع رأس المال، حيث تقوم الشركة بإصدار أسهم جديدة وتعرضها للبيع ومن ثم تضيف المبالغ المحصلة إلى رأس مال الشركة. ولكن هناك بعض الأمور التي يجب أخذها في الحسبان، ومنها أن الملاّك الحاليين للأسهم أحق من غيرهم بهذه الأسهم الجديدة، والتي تباع لهم بالتناسب مع عدد الأسهم التي في حوزتهم. على سبيل المثال، قد تطرح إحدى الشركات عشرة ملايين سهم جديد، بحيث يحق لكل من يحمل سهمين من أسهم الشركة شراء سهم واحد جديد، وبالسعر الذي تحدده الشركة، ويكون تاريخ أحقية شراء هذه الأسهم نهاية اليوم الذي توافق فيه الجمعية العامة غير العادية في اجتماعها (المعلن عنه بوقت كافٍ) على طرح الأسهم الجديدة. هذا يعني أن أي شخص يستطيع الحصول على الأسهم الجديدة إذا كان يملك أسهم الشركة قبل نهاية اليوم الذي تعقد فيه الجمعية. وهذه الموافقة تخص زيادة رأس المال المصرح به، ولاحقاً عندما تكتمل عملية طرح الأسهم الجديدة يصبح رأس المال المدفوع مساوياً لرأس المال المصرح به. وفيما يلي ننظر إلى تأثير عملية زيادة رأس المال على سعر السهم.

مثال

شركة رأس مالها ٢٢٠ مليون ريال، وعدد أسهمها الحالي ٤,٤٠ مليون سهم، وترغب في رفع رأس مالها بمقدار ١٦٥ مليون ريال ليصبح ٣٩٥ مليون ريال، وذلك عن طريق طرح ٣,٣٠ مليون سهم إضافي بسعر ٥٠ ريالاً كقيمة اسمية زائد ٤٠ ريالاً علاوة اصدار، وسوف يقتصر الاكتتاب على الملاّك الحاليين بحيث يحصل من يملك ٤ أسهم على ٣ أسهم بسعر ٩٠ ريالاً للسهم.

على فرض أن السهم قد أغلق عند ٣٣٠ ريالاً في آخر يوم لأحقية الاكتتاب، فكم سيكون السعر المفترض للسهم في اليوم التالي؟

[(القيمة الاسمية + علاوة الاصدار) × عدد الأسهم الإضافية] + (آخر سعر × العدد القديم للأسهم)

السعر الجديد = ــ

(العدد القديم للأسهم + عدد الأسهم الإضافية)

من المعادلة البسيطة أعلاه نجد أن السعر المفترض لليوم التالي ٢٢٧ ريالاً، وهو السعر الذي عليه يتم احتساب نسبة التذبذب اليومي للسهم.

ونستطيع النظر إلى هذه العملية من زاوية أخرى، فنرى أن القيمة السوقية للشركة لا بد أن تتغير لأن هناك مالاً جديداً سيدخل إلى الشركة بمقدار (٩٠ ريالاً × ٣,٣٠ مليون سهم = ٢٩٧ مليون ريال)، فلا بد للقيمة السوقية أن ترتفع على الأقل إلى هذا الحد. وبما أن القيمة السوقية للشركة حالياً تساوي (٣٣٠ ريالاً × ٤,٤٠ مليون سهم = ١,٤٥٢ بليون ريال)، فتكون القيمة السوقية الجديدة (١,٤٥٢ بليون ريال+ ٢٩٧ مليون ريال = ١,٧٤٩ بليون ريال). هذا يعني أن السعر الجديد للسهم لا بد أن يكون ٢٢٧ ريالاً، ويأتي ذلك كالمعتاد بقسمة القيمة السوقية على عدد الأسهم (١,٧٤٩ بليون ريال ÷ ٧,٧ مليون سهم = ٢٢٧ ريالاً)، وهو الرقم نفسه الذي وجدناه من المعادلة السابقة.

في هذا المثال رأينا أن رأس المال (المصرح به) يزداد بسبب الموافقة على طرح مزيد من الأسهم للاكتتاب، وإن القيمة السوقية للشركة كذلك تزداد. ولكن علينا أن ننتبه إلى أن رأس المال يزداد فقط بمقدار عدد الأسهم الإضافية مضروباً بالقيمة الاسمية للسهم، أي أن علاوة الإصدار لا تدخل في رأس المال، ولكنها تبقى كجزء من حقوق المساهمين. وتوزع الأسهم الإضافية على الملاّك الحاليين حسب النسبة المقترحة (٣ إلى ٤ في المثال السابق)، وإن لم يتقدم جميع الملاّك لشراء الأسهم الجديدة، فيتم توزيع الأسهم المتبقية بطريقة النسبة والتناسب على بقية المكتتبين. كما يحدث أحياناً أن تكون هناك صعوبة في توزيع الأسهم بسبب احتمال حصول أحد الملاّك على أقل من سهم واحد، فيمنح بدلاً منه القيمة النقدية لهذا الجزء حسب سعر السوق في وقت لاحق. على سبيل المثال، يستحق الشخص الذي لديه ٩٠ سهماً الحصول على ٦٧,٥ سهم، لذا فإن نصف السهم المتبقي يمنح له بشكل نقدي لاحقاً حسب قيمة السهم في السوق.

التحويل من الاحتياطي

في هذه الطريقة تستطيع الشركة زيادة رأس مالها بأي قدر تشاء (حسب ضوابط نتطرق لها بعد قليل)، وذلك بإصدار أسهم جديدة تُمنح لحاملي الأسهم المسجلين في نهاية يوم انعقاد الجمعية

العامة غير العادية، وذلك مقابل سحب قيمة الأسهم من احتياطيات الشركة (الاحتياطي النظامي، الاحتياطي العام، الأرباح المبقاة) وذلك على شرط أن فيها مبالغ كافية لهذا الغرض.

لاحظ إن لا شيء يأتي من فراغ، حيث إن الأسهم الجديدة المصدرة ليست مجانية، بل تدفع قيمتها من أحد بنود حقوق المساهمين (رأس المال+الأرباح المبقاة+الاحتياطيات) وتضاف لبند آخر (بند رأس المال). فبالرغم من أن الأسهم التي تُصدر بهذه الطريقة تسمى أسهم منحة مجانية، إلا أن قيمتها في الواقع تسحب من واحد أو أكثر من بنود حقوق المساهمين وتضاف لبند آخر، وبذلك فهي فعلياً لا تكلّف ملاّك الأسهم أي شيء، ولا تمنحهم أي شيء. بل إن التحويل من الاحتياطي بهذه الطريقة قد يكون له تأثير سلبي في كون الشركة تصبح مضطرة إلى تحويل ١٠٪ من أرباحها المستقبلية السنوية لترفع من رصيد الاحتياطي النظامي لديها ليصل إلى ٥٠٪ من رأس المال الجديد، مما قد يؤثر على مقدار الأرباح التي تستطيع الشركة دفعها للملاك مستقبلاً. كما أن رأس المال الكبير يجبر الشركة على دفع أرباح كبيرة لأن نظام الشركات يشترط على الشركة ألا يقل توزيع الأرباح عن ٥٪ من رأس المال، متى قامت الشركة بتوزيع بعضاً من أرباحها. يبين الجدول ٧ تأثير رفع رأس المال بطريقة السحب من الاحتياطيات على وضع الشركة.

الجدول ٧: رفع رأس مال الشركة بمقدار ٥٠٠ مليون ريال بمنح سهم مجاني مقابل كل سهمين.

رفع رأس المال بطريقة أسهم المنحة		
	قبل رفع رأس المال	بعد رفع رأس المال
رأس المال (مليون)	١,٠٠٠	١,٥٠٠
احتياطى نظامى (مليون)	٥٠٠	٥٠٠
احتياطى عام (مليون)	٥٠٠	٢٥٠
أرباح مبقاة (مليون)	٥٠٠	٢٥٠
مجموع حقوق المساهمين (مليون)	٢,٥٠٠	٢,٥٠٠
عدد الأسهم (مليون)	٢٠	٣٠
القيمة الاسمية للسهم	٥٠	٥٠
القيمة السوقية للشركة (بليون)	لا تتغير	لا تتغير
سعر السهم	١٠٠٠	٦٦٦,٧٥

ففي هذه الحالة قامت الشركة برفع رأس مالها بمقدار ٥٠٠ مليون ريال عن طريق منح سهم إضافي (مجاني) مقابل كل سهمين، وتم ذلك بسحب ٢٥٠ مليون ريال من بند الاحتياطي العام وكذلك سحب ٢٥٠ مليون ريال من بند الأرباح المبقاة. وعند تقسيم رأس المال الجديد على القيمة الاسمية للسهم الواحد يصبح العدد الجديد للأسهم ٣٠ مليون سهم، ولكي تبقى القيمة السوقية للشركة كما

هي (نظراً لعدم دخول أي مال جديد إليها) يجب أن ينخفض سعر السهم بمقدار الثلث. ويمكننا تلخيص مثل هذه العمليات بأنه عندما يتم منح (س) سهم مجاني مقابل كل (ص) سهم مملوك، تحدث التغيرات التالية:

- **يزداد رأس المال بمقدار** (س ÷ ص) × **رأس المال الحالي.**
- **يزداد عدد الأسهم بمقدار** (س ÷ ص) × **عدد الأسهم الحالي.**
- **ينخفض سعر السهم بمقدار** (١ ÷ (س+ص)) × **سعر السهم الحالي.**
- **لا تتغير القيمة السوقية.**

دفع الأقساط المتبقية

يمكن للشركة التي لم يكتمل دفع رأس مالها المصرح به أن تطلب تسديد أقساط رأس المال من المساهمين الحاليين، وبذلك ترفع من رأس مالها دون اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة. ولكن هذه الطريقة نادرة الحدوث، حيث إنها غالباً تخص الشركات التي لم يكتمل رأس مالها بعد التأسيس، وحالياً لم يتبق في السوق السعودي عدا شركة الباحة. وكانت آخر شركة قامت بطلب تسديد الأقساط المتبقية هي شركة القصيم الزراعية، حيث تأسست الشركة برأس مال يساوي ٥٠٠ مليون ريال، وعدد أسهم يساوي ٥ ملايين سهم (بقيمة اسمية تساوي ١٠٠ ريال للسهم). ولكن نظراً لعدم حاجة الشركة إلى كامل رأس المال في البداية فقد رأت الجمعية العامة أن يتم دفع رأس المال على أربعة أقساط تبلغ قيمة كل قسط ٢٥ ريالاً، تم دفع قسطين وبقي قسطان. وبعد أن تراكمت خسائر الشركة رأت الشركة أن أمامها خيارين: إما أن تقوم بخفض رأس مالها إلى ٢٥٠ مليون ريال، وبذلك لا تحتاج لمطالبة الملاّك بدفع القسطين المتبقيين، أو أن تطالبهم بالدفع وتحصل على ٢٥٠ مليون ريال ويكتمل رأس المال المصرح به. وهذا ما حصل بالفعل، حيث توجب على مالك السهم دفع ٥٠ ريالاً لكل سهم جديد وإلا فستقوم الشركة ببيع هذه الأسهم في مزاد مفتوح.

ويبين الشكل ٢٥ ما طرأ للشركة أثناء قيامها بتحصيل الأقساط المتبقية، وكيف أن ذلك أدى إلى تقلبات كبيرة في السعر أربك الكثير من المستثمرين. فكان اليوم الذي جاء قبل إجازة عيد الفطر هو آخر يوم لتداول الأسهم القديمة (ذات القيمة الناقصة، الرقم ١ في الشكل) وأغلق السهم عند ١٣٤ ريالاً، ومن ثم افتتح السهم بعد إجازة العيد عند ١٩٨ ريالاً (الرقم ٢ في الشكل)، وذلك بسبب كون القيمة الاسمية أصبحت ١٠٠ ريال، ولمعرفة الجميع بأن سعر السهم يجب أن يرتفع على الأقل بمقدار ٥٠ ريالاً. وبعد اكتمال رأس المال قامت الشركة مباشرة بتجزئة السهم لتصبح القيمة الاسمية ٥٠ ريالاً، بدلاً من ١٠٠ ريال، فافتتح السهم بعد التجزئة يوم ١١ ديسمبر عند ١٠٦ ريالات (الرقم ٣ في الشكل)، بعد أن كان قد أغلق في اليوم السابق عند ٢١٦ ريالاً.



الشكل ٢٥: زيادة رأس مال شركة القصيم الزراعية عن طريق مطالبة الملاك بتسديد الأقساط المتبقية.

مثل هذا المثال يوضح ضرورة معرفة كيفية التعامل مع التغيرات التي تطرأ على وضع الشركة لتجنب الوقوع بأخطاء مكلفة، والاستفادة من مثل هذه التطورات لصالح المضارب.

لاحظ أنه بالرغم من حدة التغيرات الظاهرة في الشكل على سعر السهم، إلا أن السعر الفعلي للشركة في تلك الفترات لم يكن بهذه الحدة، بالرغم من أنه بلا شك قد أربك كثيراً من الملاّك والمتابعين. نشاهد في الشكل ٢٦ الحركة الحقيقية لسعر السهم (لاحظ أماكن الأرقام في الشكلين)، والتي بلا شك قد احتوت على ذبذبة حادة، حيث تأرجح السهم في فترة شهر ما بين ٨٠ ريالاً إلى ١١٢ ريالاً، ولكنها تبقى أقل حدة مما ظهر في الخارطة غير المعدلة أعلاه.



الشكل ٢٦: تعديل السعر في خارطة السهم ليعكس التغيرات الفعلية التي طرأت للسهم (قارن بالشكل السابق).

خفض رأس المال

تلجأ الشركات لخفض رأس مالها، إما لأن رصيد رأس المال لديها كبيراً وهي لا تحتاجه لأي من الأسباب التي ذكرناها من ضمن فوائد رفع رأس المال، فتقرر أن تخفض رأس مالها، فينقص عدد الأسهم المصدرة ويرتفع سعر السهم. أو أن الشركة بحاجة إلى تغطية الخسائر الظاهرة في بند الأرباح المبقاة فتقوم بتحويل جزء من رأس المال إلى هذا البند، فتختفي خسائرها المتحققة على مدى السنوات الماضية. وقد تقرر الشركة شراء أسهمها من الملاك من أجل خفض رأس مالها، فتقوم بدفع قيمة معينة مقابل كل سهم يعود إليها، فتنخفض قيمة الحساب النقدي لديها، وينخفض رأس المال. أو بمعنى آخر، إن الشركة تقوم بإعادة جزء من رأس المال إلى أصحابه بدفع قيمته النقدية العادلة لهم من حسابها النقدي، وخفض قيمة بند رأس المال.

وليس بالضرورة أن تكون عملية خفض رأس المال سلبية، لأن من الحكمة أن يقوم مجلس الإدارة بإعادة أموال المساهمين إن كان من الممكن لهم الحصول على عائد أعلى في مكان آخر، أو أن مجلس الإدارة يعرف تماماً قدرات الشركة وعدم إمكانية التوسع في نشاطاتها فيقرر عدم الاحتفاظ برأس مال كبير قد لا يحتاجه.

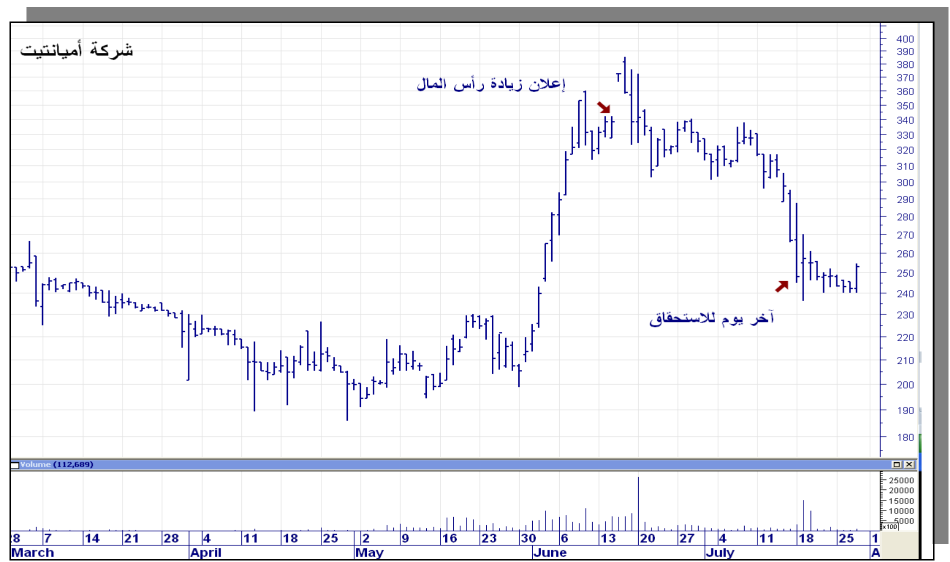
وبالنسبة للتغيرات المحاسبية جراء عملية خفض رأس المال، فهي عكس ما يحدث عند رفع رأس المال. فبدلاً من السحب من الاحتياطي أو من رصيد الأرباح المبقاة، تقوم الشركة بسحب المبلغ من رأس المال وإيداعه في الاحتياطي أو في رصيد الأرباح المبقاة.

أثر خبر رفع رأس المال على سعر السهم

ما الفائدة من متابعة أخبار رفع رؤوس أموال الشركات والبنوك؟ ولماذا يهتم كثير من المستثمرين والمضاربين بمثل هذه الأحداث؟ يبدو من متابعة ما يحصل في السوق السعودي أن الجواب واضح وبسيط، حيث إن خبر رفع رأس المال يعتبر خبراً إيجابياً ودليلاً على قوة الشركة وبالتالي ارتفاع سعر سهمها على الفور. ولكن المنطق يقول إن قرار رفع رأس المال يأتي نتيجة أسباب كثيرة، بعضها إيجابي وبعضها سلبي والبعض الآخر لا يقدم ولا يؤخر. فالسبب الايجابي هو أن الشركة أولاً لديها مشاريع مدروسة ومشجعة من حيث الجدوى الاقتصادية وقدرة الجهاز التنفيذي في الشركة على تولي هذه المشاريع. أما الأسباب السلبية فهي مجرد أن مجلس إدارة الشركة يدرك أن هناك سيولة عظيمة في البلاد ويود سحب جزء منها لصالح الشركة، بغض النظر إن كانت الشركة بالفعل قادرة على الاستفادة من هذه الأموال! ويحدث في حالات كثيرة أن يتم التصرف بالأموال المتحققة عن طريق الاكتتابات الجديدة بقيام الشركة باستثمارها في سوق الأسهم ذاته!

أما أخبار رفع رأس المال التي لا تقدم ولا تؤخر، بالرغم من التجاوب القوي للسهم فور إعلان خبرها، فهي تأتي إما نتيجة عملية اكتتاب محدودة القيمة فلا تستفيد الشركة مادياً بشكل كبير، أو نتيجة مناقلة محاسبية من بند لآخر دون وجود أسباب مقنعة لهذه المناقلة. وبالرغم من تعدد أسباب رفع رأس المال ومدى أهميته للشركة، إلا أن كثيراً من المتداولين غير المدركين لهذه الأمور نجدهم يقفزون خلف الخبر ويشترون السهم بأي سعر كان.

نشاهد في الشكل ٢٧ كيف أن خبر رفع رأس المال لشركة أميانتيت قوبل بارتفاع حاد لسعر السهم لمدة يوم واحد فقط، ومن ثم خسر السهم حوالي ٤٠% من قيمته خلال أقل من شهر واحد[١٠]. لاحظ كذلك أن مقولة اشتر على الشائعة وبع على الخبر تبدو واضحة هنا، حيث إن السهم ارتفع بحوالي ١٠٠% خلال أقل من أسبوعين نتيجة تسرب شائعة رفع رأس المال، وتهاوى بعد صدور الخبر.



الشكل ٢٧: خبر زيادة رأس مال شركة أميانتيت صدر يوم ٢٠٠٥/٦/١٦م قبل الجلسة الصباحية بزيادة من ٧٧٠ مليون ريال إلى ١,١٥٥ مليون ريال وبسعر اسمي ٥٠ ريالاً زائد ٥ ريالات علاوة إصدار للمالكين بتاريخ الأحقية.

أما بالنسبة لسهم شركة الراجحي (الشكل ٢٨) فكان رفع رأس المال عبارة عن مناقلة محاسبية لرفع رأس مال البنك، وكان تجاوب السهم عبارة عن ارتفاع قبل صدور الخبر بعدة أشهر، وقد يكون أو لا يكون بسبب إشاعة بهذا الخصوص، إلاّ أن صدور الخبر تزامن في وقتها مع إعلان البنك تحقيق أرباح عالية، لذا فإن التفاعل مع خبر رفع رأس المال في هذه الحالة يعتبر طبيعياً إلى حد كبير.

10 جميع الأسعار الظاهرة في الرسوم البيانية هي أسعار معدلة تأخذ التغيرات المحاسبية للسعر بالحسبان.



الشكل ٢٨: خبر زيادة رأس مال شركة الراجحي صدر يوم ٢٠٠٤/١٢/٢٦م قبل افتتاح الجلسة المسائية بزيادة من ٢,٢٥ بليون ريال إلى ٤,٥٠ بليون ريال عن طريق منحة بمقدار ١ سهم لكل سهم.

ومما حدث لهذا السهم نكتشف كذلك معلومة هامة وهي أن تجزئة السهم من ٢٠٠٠ ريال إلى ١٠٠٠ ريال للسهم كان لها تأثير إيجابي على حركة سعر السهم بعد تاريخ الأحقية، وربما يعود ذلك لتحسن سيولة السهم بسبب زيادة عدد الأسهم وانخفاض قيمتها، وذلك ما نلحظه في مستوى كمية التداول بعد تاريخ الأحقية الذي ازداد بشكل حاد، وأكبر بكثير من مجرد كون كمية الأسهم لدى المساهمين قد تضاعفت بسبب التجزئة (لاحظ كمية التداول في الشهرين الأخيرين في الشكل).

أما في خبر الشركة الكيميائية فقد كان تجاوب السهم قوياً جداً بالرغم من أن الزيادة في رأس المال كانت عبارة عن مناقلة محاسبية وقليلة جداً في الوقت نفسه (ربما بسبب عدم وجود احتياطي كافٍ). وبالرغم من ذلك فقد ارتفع سعر السهم بنسبة ٩٠٪ خلال شهرين، ومن ثم خسر حوالي ٥٠٪ من قيمته في الشهرين اللذين تليا تاريخ الأحقية. وغني عن القول إن حركة السهم الظاهرة تشير إلى مدى الارتباك والحيرة والتشويش لدى متداولو هذا السهم.

وواضح أن هناك عدد من حالات رفع رأس المال (وليس بالضرورة فيما يخص هذه الشركة بالذات) يكون السبب فيها لمجرد تنشيط حركة السهم والاستفادة مما ينتج عن ذلك من ارتفاع في السعر، وقد يستخدم لاحقاً في تبرير رفع علاوة الإصدار في الطرح القادم.



الشكل ٢٩: خبر زيادة رأس مال الشركة الكيميائية في يوم ٢٠٠٤/٣/٢٥م صدر قبل افتتاح الجلسة الصباحية بزيادة من ٤٦٥ مليون ريال إلى ٥٢٧ مليون ريال عن طريق منح ٢ سهم لكل ١٥ سهماً.

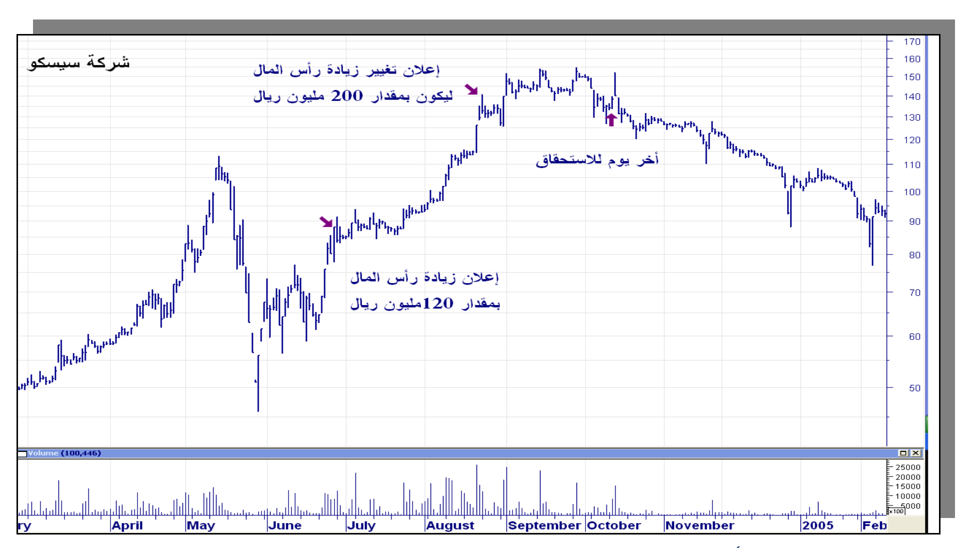
وفي خبر رفع رأس مال شركة مكة للإنشاء والتعمير (الشكل ٣٠) فقد سبقه ارتفاع قوي للسهم خلال الأشهر السابقة (ربما بسبب بعض الشائعات)، وبالرغم من أن عملية رفع رأس المال كانت مجحفة نوعاً ما، حيث كان على المستثمر شراء الأسهم الجديدة بسعر مرتفع جداً (بسبب علاوة الإصدار الكبيرة)، إلاّ أن سعر السهم لم ينخفض بل كان متماسكاً وارتفع قليلاً بعد ذلك إلى ما بعد يوم الاستحقاق حين واصل بعد ذلك الانخفاض لعدة أشهر. والملاحظ على عملية رفع رأس المال هذه أنها سترفع من عدد أسهم الشركة إلى حوالي ٢٩ مليون سهم بطرح ٤ ملايين سهم، أي أن من يملك ٧ أسهم يستحق الحصول على سهم إضافي بسعر ٢٥٠ ريالاً، لذا كان من الضروري بعد يوم الاستحقاق (٢٠٠٤/١٢/١٢م) أن ينخفض سعر السهم إلى ٣٤٣ ريالاً (راجع طريقة حساب السعر بعد رفع رأس المال في صفحة ٥١٦). إلاّ أنه يبدو أن الانخفاض هذا قد أربك المستثمرين مما جعلهم يقومون ببيع أسهمهم لعدة أشهر بعد ذلك، بالرغم من أن لديهم الأحقية لشراء الأسهم الجديدة[11].

وأخيراً نرى في الشكل ٣١ أن خبر رفع رأس مال شركة سيسكو وهو عبارة عن طرح أسهم جديدة بالقيمة الاسمية أدى إلى ارتفاع سعر السهم بنسبة ١٠٠% خلال أقل من ثلاثة أشهر، ويلاحظ حدة ارتفاع السهم في الأيام التي سبقت إعلان الخبر الأول وكذلك قبيل إعلان الخبر الثاني، مما يشير إلى قوة الشائعات وتسرب الأخبار.

11 مضى أكثر من عام منذ تاريخ الأحقية ولم تقم الشركة بعملية الاكتتاب المنتظرة.



الشكل ٣٠: خبر زيادة رأس مال شركة مكة في يوم ٢٠٠٤/١٠/١٩م صدر بعد افتتاح الجلسة الصباحية بزيادة قدرها ٢٠٠ مليون ريال عن طريق إصدار ٤ ملايين سهم للملاك بواقع ٥٠ ريالاً للسهم، زائد ٢٠٠ ريال علاوة إصدار.



الشكل ٣١: خبر زيادة رأس مال شركة سيسكو في يوم ٢٠٠٤/٦/٢٧م صدر بعد إغلاق الجلسة الصباحية بزيادة قدرها ١٢٠ مليون ريال ولاحقاً إلى ٢٠٠ مليون ريال في ٢٠٠٤/٨/٢٣م عن طريق إصدار ٤ ملايين سهم للملاك بواقع ٥٠ ريالاً للسهم، بدون علاوة إصدار.

يبين الشكل ٣٢ ما طرأ لسهم شركة اللجين حينما ارتأت الشركة أنها بحاجة لزيادة رأس مالها بمقدار ٣٢٧ مليون ريال ليصل إلى ٥٠٠ مليون ريال (الرقم ٢ في الشكل)، وذلك للمساهمة في مشروعين لإنتاج مادة البروبلين. وفيما بعد توالت الإعلانات لتوضح أن الاكتتاب سيكون بطرح ٦,٥٤٠,٠٠٠ سهم بسعر ٦٠ ريالاً للسهم الواحد، وسيقتصر الاكتتاب على ملاّك الأسهم بتاريخ انعقاد الجمعية لاحقاً، وإن أي أسهم متبقية سوف تطرح في اكتتاب عام. وكان واضحاً أن طريقة الاكتتاب ستكون معقدة لأن كل سهم مملوك له الحق بالاكتتاب بعدد ١,٨٩ سهم (رقم غير مألوف)، وتأجل اجتماع الجمعية عدة مرات، وأخيراً في يوم ٢٠٠٤/٦/١م (الرقم ٥ في الشكل) قررت الشركة إجراء تعديلات إضافية على العملية، بحيث يحق لكل سهم الاكتتاب بسهمين، وأن الزيادة في رأس المال ستزيد عن ٥٠٠ مليون ريال، دون ذكر المبلغ الإضافي، وأضافت الشركة أن لديها موافقة من وزارة التجارة على أخذ أي زيادة في رأس المال يُكتتب بها بشرط ألا تزيد عن ٥٠٪ من المبلغ الإضافي الأصلي (٣٢٧ مليون ريال). معنى ذلك أن الشركة ستطرح أسهماً إضافية وتستطيع أن ترفع رأس مالها بزيادة ٤٩٠ مليون ريال إن كان هناك إقبال من المكتتبين (والذين ليس بالضرورة أن يكونوا من الملاّك المسجلين في ذلك اليوم الذي ظهر فيه الخبر).

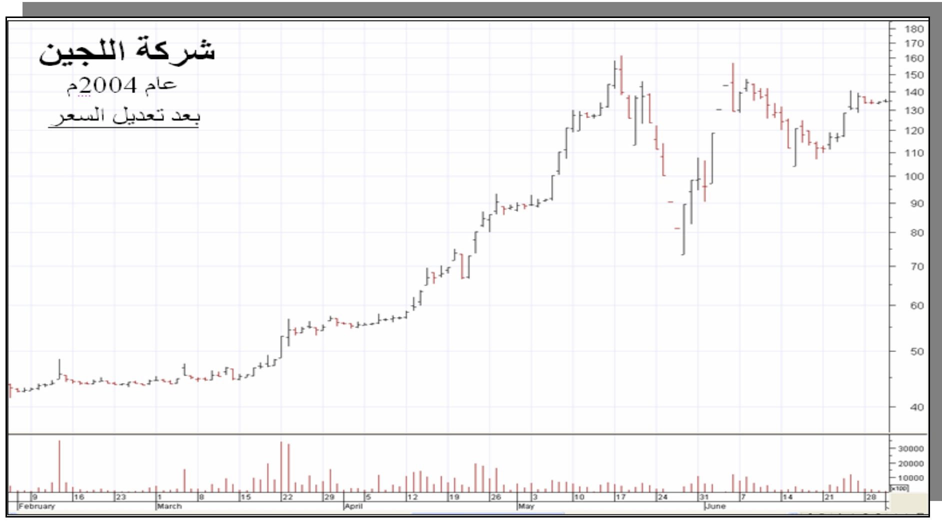


الشكل ٣٢: خبر زيادة رأس مال شركة اللجين في أول عام ٢٠٠٤م وما تخلله من اضطراب في السعر وغموض في الإعلانات.

بعد ذلك بدأت عملية الاكتتاب وتم إعلان النتائج بعد أقل من أربعة أسابيع، حيث حصلت الشركة على ٦٢٢,٨٠٠,٠٠٠ ريال، نتيجة طرح أكثر من ١٠ ملايين سهم، منها ٥١٩ مليون ريال ذهبت كزيادة في رأس المال (بدلاً من ٣٢٧ مليون ريال كما كان مخططاً له سابقاً) ليصبح ٦٩٢ مليون ريال (بدلاً من ٥٠٠ مليون ريال). وأصبح عدد الأسهم ١٣,٨٤٠,٠٠٠ سهماً، بدلاً من ١٠ ملايين سهم.

أما باقي المبلغ المتحصل (١٠٣,٨٠٠,٠٠٠ ريال) فذهب كعلاوة إصدار (لا تدخل في رأس المال). أما الطريقة التي تصرفت بها الشركة فيما يخص علاوة الإصدار فتمت بإطفاء خسائر متراكمة بمقدار ٨٢ مليون ريال، وإيداع حوالي ١٢ مليون ريال في بند الاحتياطي النظامي، ويبدو أن المتبقي (حوالي ١٠ ملايين ريال) ذهبت مقابل أتعاب الاكتتاب وما في حكمه.

غني عن القول إن سهماً تأرجح سعره ما بين ٣٤٠ ريالاً إلى ١٠٠ ريال خلال شهر واحد لا يعتبر أمراً طبيعياً ولا يدل على متانة السوق وانضباطها في ذلك الوقت. وحتى لو نظرنا إلى حركة السهم المعدلة (الشكل ٣٣) لا يزال هناك تذبذب غير صحي ويدل على الغموض الذي صاحب هذه العملية والإرباك الذي سببته عملية الطرح هذه.



الشكل ٣٣: حركة سعر سهم شركة اللجين بعد أخذ تعديل السعر في الحسبان.

خلاصة متابعة أخبار رفع رأس المال

من الصعب إعطاء نتيجة دقيقة لكيفية الاستفادة من أخبار رفع رأس المال دون القيام ببحث تاريخي متكامل مبني على أسس علمية وإحصائية، إلاّ أنه من الممكن أن نخلص ببعض النتائج التالية:

- **واضح أن هناك تسربات كثيرة لأخبار رفع رأس المال، الأمر الذي بلا شك يؤدي إلى تحقيق فئات معينة لأرباح عالية جداً خلال فترة قصيرة.**
- **واضح أن هناك من يشتري قبيل صدور الخبر الرسمي بوقت كاف، والاحتفاظ بالسهم بعد صدور الخبر الرسمي وعدم بيعه حتى يوم الاستحقاق أو قبله ببضعة أيام. وحسب طبيعة الخبر**

وأهميته، فقد يقوم المشتري بالبيع فور صدور الخبر أو بعده بيوم أو يومين تجاوباً مع ردة الفعل لدى المستثمرين وتماشياً مع غموض الخبر أو صعوبة تفسيره.

- كثير من المتداولين لا يقومون بتفسير الخبر، بل يقومون بالشراء بغض النظر عن طبيعة رفع رأس المال وأهميته، وأحياناً قد يكون الخبر سلبياً بحتاً، ويتجاوب السعر معه بشكل إيجابي.
- في كثير من الحالات يبدأ سعر السهم بالهبوط الفعلي بعد انتهاء تاريخ الأحقية، ولا نقصد هنا الهبوط الناتج عن تعديل السعر بسبب رفع رأس المال وزيادة عدد الأسهم، ولكن نقصد هبوطاً حقيقياً للسهم، ربما تطبيقاً لمقولة اشتر على الشائعة وبع على الخبر.
- هناك حالات اكتتاب مبهمة يشوبها عدم وضوح في هدف الشركة من رفع رأس المال، وتناسب مقدار المال المطلوب مع رأس مال الشركة، وما الأسس التي اتبعتها الجهة المعنية في الموافقة على المبلغ المطلوب، وكيفية تصرف الشركة بالمال بعد الحصول عليه (رأينا حالات كثيرة يتم فيها استغلال المال في استثمارات قصيرة الأجل، بعضها في سوق الأسهم).
- هناك جهل تام لدى المتداولين بعملية رفع رأس المال وخفضه وما يعنيه يوم الأحقية، لذا فهناك حاجة لتثقيف المتداولين من خلال الأخبار التي تصدرها الشركات بحيث يعلم المتداول ما له وما عليه.

أسهم حقوق الأولوية

عندما تعلن الشركة المساهمة عن عزمها رفع رأس مالها وتحدد يوم الأحقية الذي من بعده لا يحق للمشتري الجديد الحصول على الأسهم المزمع طرحها، يحصل هناك لبس وتشويش من قبل المستثمرين بشأن من له الأحقية بشراء الأسهم الجديدة، ناهيك عن الخوف والإرباك نتيجة انخفاض سعر السهم بعد يوم الأحقية. لإيضاح طبيعة هذه المشكلة، نفرض أن شركة سعر سهمها ٤٠٠ ريال أعلنت عن رفع رأس مالها بإصدار أسهم إضافية بحيث يحق لحامل كل سهم الحصول على سهم إضافي بسعر ٩٠ ريالاً (٥٠ ريالاً قيمة اسمية + ٤٠ ريالاً علاوة إصدار). وكما هو معلوم فبعد يوم انعقاد الجمعية العامة غير العادية (أي يوم الأحقية)، فإن سعر السهم ينخفض إلى ٢٤٥ ريالاً (راجع صفحة ٥١٨ لشرح كيفية حساب السعر الجديد). هنا تظهر المشكلة لأن مالك السهم لا يعلم ماذا حدث للسهم ولا كيف يتصرف، هذا بالرغم من أن له أحقية شراء أسهم جديدة بسعر ٩٠ ريالاً في المستقبل. والمشكلة تزداد سوءاً إذا فرضنا أن الشخص لم يعلم عن موعد الاكتتاب الجديد، ربما لعدم تواجده في البلاد، أو لربما أنه أقفل حسابه ولم يعد يتداول الأسهم، أو لأي سبب آخر.

الحل الأفضل يتمثل في إصدار أسهم جديدة تدرج في حساب المالك تلقائياً وتمنح رمزاً جديداً ويمكنه تداولها في السوق كأي سهم آخر. فلو فرضنا أن المالك كان لديه ١٠٠٠ سهم من أسهم

الشركة قبل يوم الأحقية، فسيكون لديه بعد يوم الأحقية تلك الألف سهم، والتي سيكون سعرها ٢٤٥ ريالاً، وسيكون لديه كذلك ١٠٠٠ سهم إضافي بسعر سوقي بحدود ١٥٥ ريالاً، تزيد وتنخفض حسب تقييم السوق لتلك الأسهم الجديدة.

وفي الواقع إن مثل هذا الترتيب يتم في الأسواق الدولية، ويعرف بمسمى Rights Offering، ويمكن تداول أسهمه كأي أسهم أخرى.

توزيع الأرباح

تتم عملية توزيع الأرباح للشركة المساهمة أولاً بإعلان الشركة موافقة مجلس الإدارة على توزيع مبلغ محدد على المساهمين بواقع عدد معين من الريالات للسهم الواحد، وغالباً يذكر نسبة التوزيع من رأس المال أو القيمة السمية للسهم. على سبيل المثال، يمكن أن يكون التوزيع بمقدار ١٠ ريالات للسهم ويذكر في الإعلان أنه بما يعادل ٢٠٪ من القيمة الاسمية للسهم (على فرض أن القيمة الاسمية ٥٠ ريالاً للسهم)، ويذكر في الإعلان كذلك أن أحقية الأرباح لمن هم مقيدين في سجلات الشركة في نهاية اليوم الذي تعقد فيه الجمعية العامة في وقت لاحق. هذا يعني أن الأرباح تصرف لمن في حوزته الأسهم في نهاية التداول لليوم الذي تعقد فيه الجمعية حتى وإن قام الشخص ببيع الأسهم في اليوم التالي. وتدخل الأرباح الموزعة في حساب الشخص الاستثماري بعد أقل من شهر في أكثر الأحيان، وبالنسبة لمن لا يملك حساب استثماري فيحتاج للاتصال بالشركة (إدارة شئون المساهمين) ومعرفة البنك الذي يستطيع الحصول على شيك الأرباح عن طريقه.

لاحظ أنه في اليوم التالي لانتهاء الأحقية (اليوم الذي يفتتح فيه السهم بعد انعقاد الجمعية) فإن سعر السهم ينخفض بمقدار الربح الموزع، وهذا أمر منطقي وطبيعي نظراً لأن القيمة السوقية للشركة قد انخفضت بمقدار الربح الموزع، فلا بد للسهم أن ينخفض بالمقدار نفسه.

ونظراً لكون الأرباح الموزعة في السوق السعودي عالية نسبياً (تصل أحياناً إلى ١٠ ريالات أو أكثر) فيمكن إصدار أسهم تمثل الأرباح الموزعة تضاف لحساب المستثمر في اليوم التالي، ويمكنه بيعها فوراً بسعر أقل بقليل من قيمتها الحقيقية، للحصول على قيمتها النقدية فوراً بدلاً من الانتظار حتى يوم التوزيع. وفي المقابل يحصل المشتري لأسهم الأرباح على تعويض مناسب (تحدده قوى العرض والطلب) مقابل انتظاره حتى يوم التوزيع. على سبيل المثال، يستحق من يملك ١٠٠ سهم في شركة تنوي توزيع ١٠ ريالات للسهم الواحد الحصول على ١٠٠٠ ريال، لذا يضاف في حسابه ١٠٠ سهم أرباح، قد تكون قيمتها في اليوم التالي ٩,٥٠ ريال، وتبدأ تزداد قيمتها السوقية مع اقتراب يوم التوزيع إلى أن تصبح ١٠ ريالات في نهاية اليوم الذي يتم التوزيع بعده في محافظ المستثمرين. ومن المتوقع أن تتجمع هذه الأسهم في عدد قليل من الحسابات فتسهل كذلك عملية التوزيع نفسها. هذه مجرد فكرة تحتاج إلى دراسة وتحليل لمعرفة فوائدها وسلبياتها.

تحليل شركة مساهمة

هنا نقوم باستعراض سريع لبعض أوجه الطرق المثالية لتحليل الشركات، فنقوم أولاً باستعراض مجال عمل الشركة، ومن ثم نقوم باستعراض لقائمتي المركز المالي والدخل. وغني عن القول إن ما نقوم به هنا مجرد استعراض سريع لا يشمل قائمة التدفقات النقدية ولا إجراء المقارنات التاريخية لمبيعات الشركة وأرباحها على مدى السنوات الماضية. والقارئ مدعو لأخذ هذا الشرح كمثال وعليه إكمال بقية التحليل والدراسة.

نشاط الشركة

شركة الاسمنت العربية المحدودة تأسست عام ١٩٥٥م لإنتاج وبيع الاسمنت وتوابعه ومشتقاته. ويبلغ رأس مال الشركة ٦٠٠ مليون ريال مقسم إلى ١٢ مليون سهم بقيمة ٥٠ ريالاً للسهم الواحد.

لماذا نهتم بمادة الاسمنت؟ وهل هي تجارة مربحة؟ يعد قطاع الاسمنت في المملكة من أهم القطاعات وأكثرها تطوراً، حيث بلغت الطاقة الإنتاجية لجميع شركات الاسمنت المساهمة في عام ٢٠٠٤م حوالي ٢٥ مليون طن من الاسمنت، وتشير التوقعات لزيادة الطاقة الإنتاجية إلى ٤٥ مليون طن خلال الثلاثة أعوام القادمة. ومن المعروف أن أكبر دولة منتجة للاسمنت في العالم هي الصين وتليها الهند ومن ثم الولايات المتحدة، ونادراً ما تقوم شركات الاسمنت بالتصدير للخارج نظراً لارتفاع تكلفة الشحن، ولأن السوق المحلي غالباً يستهلك معظم الإنتاج. إلا أنه من المتوقع بعد انضمام المملكة لمنظمة التجارة العالمية وانفتاح الأسواق أن تقوم بعض الشركات القوية في الهند وكوريا وبعض دول شرق آسيا بتصدير ما يزيد عن حاجتها إلى السوق السعودي. وبالرغم من ذلك فإن شركات الاسمنت في المملكة تقوم حالياً باستثمار ما يزيد عن ١٠ بلايين ريال لتوسعة مصانعها وزيادة طاقتها الإنتاجية، حيث تم استهلاك جميع الاسمنت المنتج في المملكة في الأعوام الثلاثة الماضية، بالرغم من أن جميع الشركات كانت تعمل بطاقتها القصوى.

وأول مصنع للاسمنت في المملكة كان لشركة الاسمنت العربية المحدودة في مدينة جدة، حيث بدأ إنتاجه في عام ١٩٥٩م بطاقة إنتاجية تساوي ٣٠٠ طن من مادة الكلنكر، المادة الرئيسية التي يصنع منها الاسمنت. الجدير بالذكر أن إنتاج الاسمنت عملية معقدة تحتاج إلى أجهزة ومعدات وخبرات متقدمة، وهي عملية تحتاج إلى طاقات حرارية عالية (تزيد عن ١٠٠٠ درجة مئوية) مما يجعل عملية الإنتاج مكلفة جداً، تصل في بعض المصانع إلى أكثر من نصف تكلفة الإنتاج. لذا فإن مصانع الاسمنت تتسابق في البحث عن أفضل الطرق لإنتاج مادة الكلنكر دون استهلاك طاقة حرارية عالية، الأمر الذي يتم بحثه دوماً في معامل الأبحاث والتطوير في العالم، فنجد أن بعض المصانع في المملكة بدأت باستخدام الغاز الطبيعي لتوليد الطاقة الكهربائية، بدلاً من الديزل. وتتنافس

المصانع مع بعضها البعض في قدرتها على التحكم بكمية المواد الخام اللازمة لإنتاج الاسمنت، دون الإضرار بجودة المنتج النهائي، حيث يقدر أن إنتاج ١٠٠٠ كيلوغرام من الاسمنت يستهلك حوالي ١٦٠٠ كيلوغرام من المواد الخام.

تحتاج مصانع الاسمنت إلى مادة الجير والرمل والحديد والطباشير، لذا تتواجد عادة مصانع الاسمنت بالقرب من الأماكن التي تتوفر فيها هذه المواد. وتبدأ عملية الإنتاج بخلط هذه المواد خلطاً جيداً وسحقها بالكامل، ومن ثم عزلها في كميات محددة حسب نوع الاسمنت المراد إنتاجه، إن كان اسمنتاً بورتلاندي أو اسمنتاً ضد السولفات أو اسمنتاً من نوع بوزولانا وغيرها. بعد ذلك يتم صب الخلطة في فرن عالي الحرارة (يسمى كيلن) لاستخراج مادة الكلنكر التي تبرد بعد ذلك وتضاف إليها مادة الجبس لينتج منها الاسمنت المطلوب. ومعظم مصانع الاسمنت تستخدم الطريقة الجافة للإنتاج والتي تعتبر أفضل وأقل تكلفة من طريقة الإنتاج الرطبة وهي الطريقة القديمة التي يستخدم فيها الماء داخل الكيلن.

الاستثمار في شركات الاسمنت

للاستثمار في هذا القطاع، يجب الانتباه أولاً إلى أن قطاع الاسمنت يعتبر قطاعاً دورياً (Cyclical)، بمعنى أن الحاجة إلى منتجات الاسمنت تأتي نتيجة عوامل اقتصادية معينة يزداد بسببها الإقبال على الاسمنت في سنوات ويقل في سنوات أخرى. وأهم هذه العوامل الحركة الإنشائية في البلاد، سواء كانت على مستوى الأفراد أو الشركات أو الحكومة، حيث يستخدم الاسمنت لبناء المنازل والمباني المختلفة، وفي تشييد الجسور ورصف الطرق وبناء المطارات وإقامة السدود وغيرها. وتتأثر الحركة الإنشائية بدورها بالحركة الاقتصادية العامة في البلاد، والتي هي الأخرى تتأثر بخطط الدولة والأوضاع السياسية في البلاد وفي المنطقة بشكل عام. على سبيل المثال، سيستفيد قطاع الاسمنت مباشرة من القرار الحكومي الصادر في عام ٢٠٠٤م القاضي بضخ ٩ بلايين ريال في صندوق التنمية العقاري، والذي من شأنه أن يرفع من الحركة العقارية والإنشائية خلال السنوات القليلة القادمة، كما أن المصروفات الكبيرة المقرة في ميزانية الدولة كل عام ستأخذ مجراها إلى مشاريع كبيرة لتحلية المياه وتحسين الصرف الصحي وتطوير مرفقات حيوية كثيرة من شأنها أن ترفع من حجم الطلب على المنتجات الإسمنتية لعدة سنوات قادمة.

قائمة المركز المالي

من الضروري قراءة قائمة المركز المالي ومعرفة أهم المؤشرات المالية التي تطرقنا لها في الفصل العاشر، والتعرف على ما لدى الشركة وما عليها. بالنسبة لهذه الشركة، فنجد في الإيضاحات المصاحبة للقوائم المالية أن العرف المحاسبي المتبع في تقييد أصول الشركة هو التكلفة التاريخية،

أي السعر الذي دفعته الشركة عند الشراء، وليس سعر السوق أو أي تقديرات أخرى. وبالنسبة للمخزون فتسجل قيمته حسب الأقل إن كان سعر التكلفة أو سعر السوق. وطريقة الاستهلاك المستخدمة هي طريقة القسط الثابت، حسب جدول معلن تُستهلك فيه الأراضي والمباني على مدة ٣٣ عاماً، والآلات الكبيرة مدة ١٤ عاماً والأثاث ٥ سنوات، وهكذا. وبالنسبة للعرف المتبع في تقييد المبالغ النقدية (الكاش)، فتحسب من ضمن النقد تلك الودائع قصيرة الأجل، المستحقة خلال ثلاثة أشهر أو أقل. وبالنسبة للمبيعات فلا تقوم الشركة بتسجيلها إلى أن يتم استلام البضاعة من قبل العميل.

نرى في الشكل ٣٤، من ضمن بند الموجودات المتداولة، أن لدى الشركة مبالغ نقدية بقيمة ٥٨ مليون ريال تقريباً، وبارتفاع كبير عن العام الماضي، ونجد أن كمية المخزون لهذا العام أقل من العام الماضي، مما يدل على أنه يتم تصريف بضاعة الشركة بسرعة عالية ولا يوجد تكدس للمنتجات في الشركة. ونستطيع أن نحسب مركبات السيولة (راجع الصفحة ١٧٨) فنجد أن مركب السيولة الجارية، والذي يحسب بقسمة إجمالي الموجودات المتداولة على إجمالي المطلوبات المتداولة، يساوي حوالي ٦ أضعاف (أي أن الشركة لديها ما يغطي التزاماتها المستحقة قريباً حوالي ٦ مرات)، وهذا بلا شك يعتبر رقماً جيداً. وحتى مركب السيولة السريع (الذي يخصم قيمة المخزون من قيمة الموجودات المتداولة) يشير كذلك إلى قوة السيولة لدى هذه الشركة.

وبالنسبة لمركب كفاءة الأصول (المبيعات ÷ الأصول) فنجده يساوي حوالي ٠,٤٠، حيث أخذنا رقم المبيعات من قائمة الدخل، كما سنرى بعد قليل. وهنا نحتاج لمقارنة هذه النتيجة مع بقية الشركات المنافسة لنعرف إن كانت أصول هذه الشركة مستغلة بشكل تنافسي جيد يدر عليها مبيعات كبيرة مقارنة بما استثمر من أموال في هذه الأصول.

وتتم عملية حساب بقية المركبات بنفس الطريقة والمقارنة مع بقية الشركات. وقد يكون من المفيد الرجوع إلى موقع "تداول" حيث يوجد مع بيانات كل شركة بعض المركبات الهامة والتي من الممكن الاستفادة منها عند إجراء المقارنات. ولكن تذكر بأن البيانات المتوفرة في موقع تداول لا تحدث بشكل سريع، لذا فمن الضروري إجراء مثل هذه الحسابات بعد إعلان نتائج الأرباح مباشرة ليتمكن الشخص من اتخاذ القرار المناسب.

وما يسمى "ذمم دائنة ومستحقات" والتي تجدها من ضمن بند المطلوبات المتداولة، فهو ما أسميناه الحسابات قيد الدفع، وتصل قيمتها هنا إلى حوالي ٤٥ مليون ريال. ومن ضمن هذا البند كذلك هناك مبالغ خاصة بالزكاة مستحقة ولكنها لم تدفع بعد، فهي التزام على الشركة، بقيمة حوالي ١٥ مليون ريال، علاوة على حوالي ٦٣ مليون ريال مبالغ أرباح ستوزع على المساهمين، مما يجعل إجمالي المطلوبات المتداولة حوالي ١٢٤ مليون ريال. وما يسمى هنا برأس المال العامل، أو Working Capital، هو مجرد طريقة أخرى لإيضاح مقدار السيولة المتوفرة لدى الشركة.

لدى هذه الشركة موجودات غير متداولة كاستثمارات طويلة الأجل ومعدات ومصانع وغيرها بقيمة إجمالية تساوي حوالي ٨٤٧ مليون ريال، مما يجعل إجمالي موجودات الشركة حوالي ١,٤٤٥ مليون ريال، والذي كما نعلم يجب أن يكون مساوياً تماماً لإجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين (الأرقام التي داخل المربعين الأعلى والأدنى في الشكل).

ويبلغ رأس مال الشركة ٦٠٠ مليون ريال، ونجده من ضمن بند حقوق المساهمين، ونلاحظ أن الاحتياطي النظامي قد وصل الحد النظامي المطلوب، وهو نصف رأس المال، مما يعني أن الشركة غير ملزمة بخصم ١٠% من أرباحها في كل عام وإضافته لهذا الاحتياطي، ويعني كذلك أن الشركة تستطيع أن ترفع من رأس مالها إن رأت ذلك. وفي الواقع نرى أن الشركة لديها مبالغ كافية في احتياطيها العام (٩٥ مليون ريال) وفي الأرباح المبقاة من سنوات ماضية تجعلها قادرة على رفع رأس مالها بشكل كبير.

قائمة الدخل

حققت الشركة مبيعات بلغت أكثر من ٥٧٨ مليون ريال في عام ٢٠٠٤م (الشكل ٣٥)، أكثر من العام الماضي بنسبة ١٠,٧٣%، وأصبح بذلك مجمل الربح ٢٦٣ مليون ريال، مما يمثل ٤٥,٥% من المبيعات، بينما كان في العام الماضي يمثل ٤٣,٧% من المبيعات، وفي ذلك تحسن طفيف ولكن المهم هنا أن مجمل الربح لا يزال مرتفعاً ولم ينخفض هذا العام.

أما أرباح الشركة التشغيلية (المسماة الربح من العمليات في القائمة) فقد بلغت ٢٢٣ مليون ريال، أكثر بحوالي ٢٣% عما كانت عليه في العام الماضي، وهذا رقم مشجع ويدل على أن هناك نمواً جيداً في عمل الشركة الحقيقي، ألا وهو صناعة الاسمنت. وقد حققت الشركة أرباحاً بلغت حوالي ١٠٠ مليون ريال من استثمارات مختلفة، بعضها نتيجة أرباح مستحقة من شركات أخرى تملك شركة الاسمنت جزءاً منها، والبعض الآخر قد يكون نتيجة تملك أسهم أو سندات أو غيرها من الأوراق المالية. ويمكن النظر لهذه الأرباح الإضافية على أنها نقطة سلبية تحسب ضد الشركة (لأن من المفترض أن يكون عملها في صناعة الاسمنت وليس الاستثمارات المالية)، ولكن نظراً لقوة مبيعات الشركة وأرباحها التشغيلية فلا بأس أن تستفيد من الفائض النقدي في تعزيز مركزها المالي. وأخيراً نرى أن الشركة قد حققت أرباحاً صافية بلغت ٣٠٦ ملايين ريال، بزيادة ٤٥% عن العام الماضي.

شركة الأسمنت العربية المحدودة

(شركة مساهمة سعودية)

قائمة المركز المالي

كما في ٣١ ديسمبر ٢٠٠٤م

	إيضاح رقم	٢٠٠٤ م ريال سعودي	٢٠٠٣ م ريال سعودي
موجودات متداولة :			
نقـد	(٣)	٥٧,٨٨٥,٠٥٦	١٦٠,٠٩٧,٩٩٠
إستثمارات قصيرة الأجل	(٢/ب)	٢٩٤,٠٦٦,٤٤٤	٢٢٧,٤٥٤,٣٧٧
صافى الذمم المدينة والمدفوعات المقدمة	(٤ و ٥)	١٠٨,٩١١,١٢٣	٩٩,٢٨٤,٧٨٦
صافى المخـزون	(٦)	١٦٠,٢٧٨,٨٧٦	١٩١,٨٠٠,٢٤٥
مجموع الموجودات المتداولة		٧٢١,١٤١,٤٩٩	٥٣٤,٦٣٧,٣٩٨
مطلوبات متداولة :			
ذمم دائنـة ومستحقات	(٥ و ٧)	٤٥,٤٢٥,٦٣٧	٤٦,٢٠١,٨٨٨
زكاة شرعية مستحقة	(٨)	١٤,٧٤٥,٠١٨	٩,٥٢٨,٢٢٦
أرباح موزعة مستحقـة	(١٩/أ)	٦٣,٥٣٥,٣٦٦	١٠,٦١٥,١٥٧
مجموع المطلوبات المتداولة		١٢٣,٧٠٦,٠٢١	٦٦,٣٤٥,٢٧١
رأس المال العامل		٥٩٧,٤٣٥,٤٧٨	٤٦٨,٢٩٢,١٢٧
موجودات غير متداولة :			
إستثمـارات	(٩)	١٩١,٥٧٩,٠١٥	٢٣١,٤٩٤,١٧١
صافى الممتلكات والمصنع والمعدات	(١٠)	٦٥٥,٥٥٠,٦١٧	٦٩٧,٥٧٣,٥٢٣
صافى النفقات المؤجلة	(١١)	--	١٠,٩٧١,١٧٨
إجمالى الموجودات غير المتداولة		٨٤٧,١٢٩,٦٣٢	٩٤٠,٠٣٨,٨٧٢
		١,٤٤٤,٥٦٥,١١٠	١,٤٠٨,٣٣٠,٩٩٩
حقوق المساهمين :			
رأس المال	(١٢)	٦٠٠,٠٠٠,٠٠٠	٦٠٠,٠٠٠,٠٠٠
إحتياطى نظامى	(١٣)	٣٠٠,٠٠٠,٠٠٠	٣٠٠,٠٠٠,٠٠٠
إحتياطى عام	(١٣)	٩٥,٠٠٠,٠٠٠	٩٥,٠٠٠,٠٠٠
أرباح مبقاة		٣٠٨,٨٧٧,٩٥٨	٢٥٠,٩٠١,٨٦٩
أرباح غير محققة عن إستثمارات	(٩/ب)	١١٧,٤١٩,١٨١	١٤٢,٠٢٥,٧٠١
مجموع حقوق المساهمين		١,٤٢١,٢٩٧,١٣٩	١,٢٨٧,٩٢٧,٥٧٠
مطلوبات غير متداولة :			
مخصص مكافأة نهاية الخدمة		٢٣,٢٦٧,٩٧١	٢٠,٤٠٣,٤٢٩
مجموع المطلوبات غير المتداولة		٢٣,٢٦٧,٩٧١	٢٠,٤٠٣,٤٢٩
		١,٤٤٤,٥٦٥,١١٠	١,٤٠٨,٣٣٠,٩٩٩

الشكل ٣٤: قائمة المركز المالي لشركة الاسمنت العربية لعام ٢٠٠٤م.

شركة الأسمنت العربية المحدودة
(شركة مساهمة سعودية)
قائمة الدخل
للسنة المنتهية في ٣١ ديسمبر ٢٠٠٤م

	إيضاح رقم	٢٠٠٤ م ريال سعودي	٢٠٠٣ م ريال سعودي
المبيعات		٥٧٨،٧٩٩،٢٢٠	٥٢٢،٦٦٥،٨١٢
تكلفة المبيعات		(٣١٥،١٥٦،٢٢٧)	(٢٩٤،١٥٩،١٢١)
مجمل الربح		٢٦٣،٦٤٢،٩٩٣	٢٢٨،٥٠٦،٦٩١
مصروفات بيع وتسويق	(١٤)	(٤،٨٩٤،٨٣٨)	(٤،٠٢٧،٦٩٤)
مصروفات عمومية وإدارية	(١٥)	(٢٠،٨٧٦،٦٩٦)	(١٩،٤٧٦،٧٧٩)
مخصص مكافأة نهاية الخدمة		(٣،٩٧٩،٧٧٦)	(٣،١٠٧،٨٤٢)
مخصص أرصدة مشكوك في تحصيلها		(١،٤١٩،٠٠٠)	(١،٥٢١،١٦١)
مخصص قطع غيار		(٩،٦٠٧،٩٥٢)	(١٩،٠٠٠،٠٠٠)
الربح من العمليات		٢٢٢،٨٦٤،٧٣١	١٨١،٣٧٣،٢١٥
أرباح محققة من بيع إستثمارات في أوراق مالية متاحة للبيع		٧٢،١٢٣،٩٥٤	--
حصة الشركة في أرباح شركة زميلة	(٩/أ)	٣٩١،٨٦٢	٢٠،٢٢٥،٦٧٦
صافي إيرادات أخرى	(١٦)	٢٥،٥٩٠،٨١٦	١٦،٥٧٣،٦٩٣
الربح قبل الزكاة الشرعية		٣٢٠،٩٧١،٣٦٣	٢١٨،١٨٢،٥٨٤
الزكاة الشرعية	(٨)	(١٤،٠٩٥،٢٧٤)	(٧،٦٠١،٥١٤)
صافي ربح السنة		٣٠٦،٣٧٦،٠٨٩	٢١٠،٥٨١،٠٧٠

الشكل ٣٥: قائمة الدخل لشركة الاسمنت العربية لعام ٢٠٠٤م.

هنا نحتاج لمقارنة نتائج أرباح الشركة مع بقية الشركات المنافسة في قطاع الاسمنت لنعرف إن كانت هذه النتائج المميزة خاصة بهذه الشركة أم أن جميع شركات القطاع قد حققت أداءً مشابهاً. ولو وجدنا أن جميع الشركات قد حققت أرباحاً عالية (وهذا بالفعل ما حصل في هذا العام)، فنقوم بعد ذلك بالتركيز على نسب النمو التي تطرقنا إليها قبل قليل، فننظر إلى مجمل الربح ونقارن ما تحققه هذه الشركة كربح مقابل كل ريال مبيعات (رأينا أنها تربح ٤٥ هللة من كل ريال مبيعات)، ونقارن هذه النسبة مع الشركات الأخرى. ومن ثم ننظر إلى نسبة الارتفاع في الأرباح التشغيلية،

وننظر كذلك إلى مقدار المصروفات العمومية والإدارية لهذه الشركة مقارنة بغيرها، وهكذا. بهذه الطريقة نستطيع أن نعرف إن كانت الشركة بالفعل متميزة في نتائجها لهذا العام أم إنها فقط مستفيدة من الانتعاش العام الذي شهده القطاع ككل. تذكر أن الشركات المتميزة هي التي تستمر في تحقيق الأرباح العالية، ولا نتوقع أن تستمر جميع الشركات بتحقيق أرباح تنافسية عالية في ضوء التنافس القوي بين الشركات والضغط المستمر على الأسعار.

السعر المستهدف

لمعرفة السعر المستهدف لأي سهم خلال الأشهر القادمة، نقوم أولاً بتقدير نسبة نمو الأرباح للعام القادم ومن ثم نضرب سعر السهم بهذه النسبة. فلو كان سعر السهم الحالي يساوي ٥٠٠ ريال لشركة لديها ربح السهم الواحد يساوي ٢٥ ريالاً، فتكون قيمة مكرر الأرباح ٢٠ (أي ٥٠٠ ÷ ٢٥). ولو كان من المتوقع أن تنمو الأرباح بنسبة ٢٠٪ لتصبح ٣٠ ريالاً فمن المفترض أن يرتفع السعر بالنسبة نفسها، ليصبح ٦٠٠ ريال. ولكن ذلك على فرض بقاء مكرر الأرباح في العام القادم عند ٢٠، بينما قد يرى المحلل أن مكرر الأرباح الطبيعي (مقارنة ببقية الشركات أو لنمو محتمل) يجب أن يكون ٢٥ (بدلاً من ٢٠)، فيصبح السعر المستهدف ٧٥٠ ريالاً، بدلاً من ٦٠٠ ريال:

السعر بعد عام = مكرر الأرباح المفترض × الأرباح المتوقعة

= ٢٥ × (٢٥ ريالاً × ٢٠٪) = ٧٥٠ ريالاً

نقوم بحساب مكرر الأرباح لشركة الاسمنت العربية كما يلي: بما أن سعر السهم في نهاية عام ٢٠٠٤م كان ٤٥٠ ريالاً، وقد حققت الشركة أرباحاً صافية بمقدار ٣٠٦,٤ مليون ريال، فيكون ربح السهم الواحد ٢٥,٥٠ ريال (٣٠٦,٤ مليون ريال ÷ ١٢ مليون سهم = ٢٥,٥٠ ريال)، ويصبح مكرر الأرباح ١٧,٦٥ (٤٥٠ ريالاً ÷ ٢٥,٥٠ ريال = ١٧,٦٥). ونظراً لكون متوسط مكرر الأرباح للسبع شركات الأخرى العاملة في قطاع الاسمنت كان ٢٢,١١ في ذلك الوقت، فنجد أن سعر سهم شركة الاسمنت العربية يعتبر أرخص من غيره (عدا اسمنت اليمامة)، ويعتبر مناسباً للشراء.

وبإلقاء نظرة على أسعار أسهم شركات الاسمنت في منتصف أكتوبر ٢٠٠٥م، نجد أن سعر سهم شركة الاسمنت العربية كان ٨٣٤ ريالاً، محققاً ارتفاعاً منذ بداية العام بنسبة ٨٥٪، بينما بقية الشركات ارتفعت أسعار أسهمها بالنسب التالية: ٤٦٪، ٥٦٪، ٥٢٪، ٣٢٪، ٣٧٪، ٥٧٪، ٦٧٪. هنا نسأل أنفسنا إن كان سعر الشركة الحالي (٨٣٤ ريالاً) مبالغ فيه؟ للإجابة عن ذلك، نعود إلى بداية العام ونقوم أولاً بتقدير القيمة المعقولة لمكرر الأرباح لهذه الشركة في نهاية العام الحالي. وبما أن متوسط مكرر الأرباح لجميع شركات الاسمنت كان ٢٢,١١ في بداية العام، وبالمقارنة مع بقية القطاعات الأخرى ومع السوق بشكل عام، يمكن لنا (وهذا مجرد تقدير شخصي)

أن نمنح هذه الشركة مكرر ربحية بمقدار ٢٥. وعلى فرض أن أرباح شركات الاسمنت ممكن أن تنمو بنسبة ٥٠٪ في نهاية العام، إذاً نقوم بحساب السعر المستهدف في نهاية العام كما يلي:

السعر بعد عام = مكرر الأرباح المفترض × الأرباح المتوقعة

= ٢٥ × (٢٥,٥٠ ريال × ٥٠٪) = ٩٥٦,٢٥ ريال

ونجد أن السعر الحالي (٨٣٤ ريالاً في منتصف أكتوبر ٢٠٠٥م) لا يعتبر عالياً جداً[١٢].

الاستثمار في أسهم البنوك

لمن يرغب الاستثمار في أسهم البنوك فعليه معرفة طريقة تحليل أسهم البنوك نظراً لاختلافها عن طريقة تحليل الشركات، والسبب يعود لاختلاف عمل البنوك عن عمل الشركات، واختلاف مفاهيم المبيعات والأرباح في البنوك عن الشركات. العمل الرئيسي للبنك هو الحصول على ودائع العملاء (مقابل فائدة أو بدون فائدة) ومن ثم إقراض تلك الأموال للأفراد والمؤسسات مقابل فائدة محددة. لذا فلا توجد لدى البنك مبيعات بالشكل المتعارف عليه في الشركات. فالبنوك لا تصنع منتجات تبيعها للناس ولا تقدم خدمات بالطرق التقليدية، لذا فإن أقرب شيء لمفهوم المبيعات في البنوك هو أولاً الإيرادات المتحققة من الفوائد على القروض (والتي تسمى العمولات الخاصة في البنوك السعودية)، وثانياً هناك إيرادات الخدمات البنكية التي تتقاضاها البنوك كرسوم مقابل حوالات مصرفية وما تحققه من أرباح نتيجة تحويل عملات أجنبية وما شابهها، وهي في أكثر البنوك تعادل حوالي ربع إيرادات العمولات الخاصة، إلا أنها مهمة جداً لكونها تظهر تميز بنك عن آخر بالحصول على إيرادات إضافية بطرق مبتكرة لتنويع مصادر الدخل لديه.

أما بالنسبة لأرباح البنك فهي تحسب بخصم مصاريف العمولات الخاصة (أي الفوائد التي تدفعها البنوك للعملاء) من إجمالي الإيرادات، وخصم بقية المصروفات كرواتب الموظفين وإيجارات المباني والاستهلاكات والمصاريف العمومية والإدارية، إضافة إلى خصم مصروف آخر هام يسمى مخصص خسائر الائتمان، وبالتالي الوصول إلى صافي دخل العمليات (أو صافي الربح). وأهمية مخصص خسائر الائتمان تأتي في كونه يشير إلى جودة القروض التي يمنحها البنك من حيث مقدرة العملاء على السداد. فإذا كان البنك متساهلاً جداً في منح القروض، ويقوم بتوظيف الودائع بشكل نشط، فإن ذلك بلا شك سيرفع من إيرادات البنك ويجعله في موقع تنافسي قوي مع بقية البنوك. ولكن ذلك

12 هنا تتضح الحاجة لأن يكون لدى المحلل المالي القدرة على وضع التقديرات اللازمة فيما يخص نسبة النمو المتوقع للمبيعات وبالتالي الأرباح، إلى جانب القدرة على مقارنة وضع الشركة مع غيرها من الشركات. ومثل هذه التقديرات تتطلب مهارة عالية لدى المحلل مع القدرة على قراءة القطاع بشكل جيد وما هنالك من مؤثرات خارجية. وتحتاج هذه التقديرات إلى التغيير بين الحين والآخر حسب ما يستجد من أمور وتطورات.

يتوقف على قيام العملاء بالسداد وإلا فسيتحمل البنك خسائر كبيرة مقابل هذه القروض المشكوك في تحصيلها. لذا يقوم البنك بتخصيص نسبة من إجمالي قيمة القروض على أنها خسائر متوقعة، وتظهر في قائمة الدخل كمخصص خسائر الائتمان. وفي الغالب لا تتجاوز هذه النسبة ١% من إجمالي القروض، ولكن عندما تزداد عن ذلك يجب مراعاة ذلك في عملية التحليل. ولكن يجب الانتباه عند تفسير هذه النسبة، حيث إن الهدف منها أن يقوم البنك بوضع نسبة معقولة للخسائر المتوقعة، لا أن يجعلها متدنية جداً فيرفع من قيمة صافي الربح بشكل وهمي، ولا أن تكون عالية جداً فتدل على سوء إدارة القروض لدى البنك. إذاً الأفضل لهذه النسبة أن تكون قيمتها قريبة لما هو معمول به في بقية البنوك.

وفيما يخص قائمة المركز المالي للبنك، فينظر أولاً إلى إجمالي الموجودات، والتي تشمل إجمالي القروض التي قدمها البنك للعملاء، وإجمالي الاستثمارات التي قام بها مثل شراء السندات والأسهم لصالح البنك، وغيرها من أصول ثابتة. هنا لاحظ أن القروض التي يقدمها البنك تدخل من ضمن أصول البنك، بينما ودائع العملاء تعتبر التزاماً على البنك فتظهر في قسم الخصوم (أو الالتزامات) في قائمة المركز المالي. وطبيعي أنه كلما استطاع البنك استقطاب المزيد من ودائع العملاء فإن ذلك يصب في نهاية الأمر في أرباح البنك، نتيجة مقدرة البنك على إقراض تلك الودائع واستثمارها. ولكن نظام البنوك السعودية يمنع البنوك من الحصول على إيداعات تتجاوز ١٥ ضعف رأس مال البنك زائد احتياطياته، الأمر الذي يجعل البنوك تحرص على زيادة رأس مالها.

وجدير بالذكر أن نسبة الودائع التي لا يأخذ مقابلها العميل فائدة مالية (ودائع تحت الطلب) تشكل نسبة كبيرة من إجمالي الودائع لدى البنوك السعودية، ولكنها على عكس ما قد يعتقد البعض، أقل بقليل من نسبة الودائع الآجلة التي يتقاضى مقابلها العملاء فائدة مالية. وهؤلاء العملاء هم غالباً الشركات وكبار المودعين، والذين بأي حال من الأحوال يجنون نسبة ضئيلة من الفائدة مقابل مقدرتهم على الحصول على ودائعهم بشكل سريع نوعاً ما.

وأخيراً، من أهم المؤشرات في البنوك هناك ملاءة البنك، أو كفاية رأس المال، والتي يجب ألا تقل عن ١٠% من أصول البنك، وذلك حسب تعليمات لجنة بازل للرقابة المصرفية. والهدف من هذا التنظيم هو للتأكد من أن البنك لا يقوم بالتوسع في القروض والاستثمارات دون أن يكون هناك ما يكفي من رأس المال لتغطية أي خسائر محتملة. واختلفت طريقة تحديد هذه النسبة في السنوات الماضية، إلا أنها حالياً مبنية على جمع رأس المال الأساسي والإضافي كالأرباح المبقاة والاحتياطيات وقسمة ذلك على الأصول مع مراعاة مستوى الخطورة في كل أصل من الأصول. فالأموال النقدية أقل خطورة من القروض المضمونة، والتي بدورها أقل خطورة من القروض غير المضمونة. وبالتالي تؤخذ هذه الأصول المعدلة للبنك كأساس في تقييم كفاية رأس المال. وحالياً جميع البنوك

السعودية تتمتع بمعدلات ملاءة عالية تفوق ١٥% من الأصول، ويعتبر ذلك جيداً مقارنة بالبنوك الأجنبية، ومع زيادة رؤوس أموال البنوك في السنوات الأخيرة فإن هذه النسبة بتحسن مستمر.

قراءة أداء البنوك

ربما أهم رقمين ينظر لهما عند تحليل البنوك هما مقدار الأصول ومقدار ودائع العملاء. والأصول تشمل المبالغ النقدية لدى البنك وتلك المودعة لدى مؤسسة النقد، وكذلك الاستثمارات التي قام بها البنك والقروض التي منحها، إلى جانب أصوله الثابتة. أما ودائع العملاء (الخصوم) فهي المبالغ التي قام الأفراد والشركات بإيداعها لدى البنك سواء بفائدة أو بدونها. ومن الجدول ٨ نرى أنه في عام ٢٠٠٤م كانت أكبر أصول لدى البنك الأهلي ومن ثم مجموعة سامبا ومن ثم شركة الراجحي، وأن أقل حجم أصول نجدها في بنك الاستثمار وبنك الجزيرة. والترتيب نفسه نجده فيما يخص ودائع العملاء.

الجدول ٨: حجم إجمالي الأصول وودائع العملاء في البنوك السعودية.

إجمالي الموجودات (ألف ريال)			
البنك	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤
بنك الرياض	٦٧,٢٠٩,٢٥٧	٧١,٥٠٦,٩٦٢	٧٤,٢٤٦,٩٥٠
بنك الجزيرة	٥,٧٢٤,٧٨٤	٨,٩٨٨,٦٨٥	١٠,٧٢١,٨٠٥
بنك الاستثمار	١٩,٩٥٦,٦٧٤	٢١,٧٠٨,٣١٩	٢٨٥٤٣٥٠٢
البنك الهولندي	٢٦,٨٩٩,٢٦٥	٢٧,٩٦٤,٦١١	٣٣,٤٤٣,٥٥٧
البنك الفرنسي	٤٤,٧١٣,٢٦١	٥٣,٥٠٢,٩٠٣	٥٣٥٠٢٩٠٣
البنك البريطاني	٤٦,٢٢٦,٥٠٩	٤٦,٠٦١,٦٠٨	٥٧,٩٢٥,١٩١
البنك العربي	٤٤,٢٩٨,٧٠٤	٤٩,٢٠٠,٨٩٠	٦٣,٣٣٥,٧٨٧
مجموعة سامبا	٧٦,٣٦١,٨٦٧	٧٩,٠٣٧,٦٣٦	٩٤,٩٣٨,٦٦٠
شركة الراجحي	٥٩,١١٣,١١٥	٦٤,٦٧٨,٣٢٤	٧٧,٨٥٤,٧٧٤
البنك الأهلي	١٠٦,٦٥٨,٤٢٧	١١٧,٤٣١,٨٠٣	١٣٠,٤١٤,١٠٥

ودائع العملاء (ألف ريال)			
البنك	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤
بنك الرياض	٤٢,٩٩٩,٠٤٩	٤٥,٨٧٨,٨٥٤	٤٩,٧٤٢,١٤٧
بنك الجزيرة	٤,١٩١,١٣١	٧,٥٣٥,٠٥١	٨,١٤١,٦٤٠
بنك الاستثمار	١٤,٠٦٤,٩٨٩	١٤,٤٠٣,٨٩١	٢٠,٢٨٤,٩٢٦
البنك الهولندي	١٨,٤٥٦,٠٤٤	٢١,٥٨٢,٧٣١	٢٣,٨٥٧,٤٦٢
البنك الفرنسي	٣٦,١٩٢,٤٧٩	٤٢,٦٣٤,٢٩٦	٤٢,٦٣٤,٢٩٦
البنك البريطاني	٣٤,٩٨٠,١٣٤	٣٦,٠٨٩,٨٩٨	٤٤,٦٦٥,٧٦٧
البنك العربي	٢٨,١٦٦,٣٠٧	٣٣,٧٢٢,٩٩٤	٤٦,٣١٥,٧١٠
مجموعة سامبا	٥٨,٧٥١,١٩٤	٦١,٧٦٨,٣١٨	٦٧,٠٤٤,٦٦٩
شركة الراجحي	٤٥,٤٩٥,٥٦٠	٤٩,٢٦٨,٨٩٢	٦٣,٥٧٢,٢٢٣
البنك الأهلي	٨٥,٣٠٣,٦٥٧	٩٠,٤٤٧,٥٤٥	٩٨,٧٥٢,١٠٢

المصدر: د. فهد الحويماني من قوائم مالية رسمية.

وأكبر مقدار لصافي الربح (الجدول ٩) نجده لدى البنك الأهلي أولاً، ومن ثم شركة الراجحي، وفي المركز الثالث تأتي مجموعة سامبا. وكما ذكرنا أن الإيرادات التي يحققها البنك من مصادر أخرى غير الفوائد البنكية لها أهمية عالية، حيث إنها تشير إلى قدرة البنك على تحقيق إيرادات إضافية لقاء ما يقدمه من خدمات، ونجد أنها عالية جداً لدى بنك الراجحي (نظراً لعدم وجود فوائد على الأموال فتحسب جميع إيرادات البنك على أنها من غير الفوائد)، ويليه البنك الأهلي ومن ثم مجموعة سامبا وبنك الرياض.

الجدول ٩: مقدار صافي الربح ومقدار الإيرادات الناتجة من غير الفوائد في البنوك السعودية.

صافي الربح (ألف ريال)			
البنك	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤
بنك الرياض	١,٤١٦,٣٥٨	١,٥٩١,٦٥٧	٢,٠٠٥,٦٠٢
بنك الجزيرة	٥٩,٢٤٠	٩٣,٤٨٩	١٨٧,٧٤٨
بنك الاستثمار	٣٨٠,٣٦١	٤٦٣,٨٦٩	٥٨٧,٠٨٠
البنك الهولندي	٥٥٥,١٦٧	٦٠٠,٨٨٠	٧٤٢,٦٩١
البنك الفرنسي	١,٠١٤,١٨٤	١,١٨٥,٢٠١	١,٥٣٥,٩٣١
البنك البريطاني	٩٧٢,٤٦١	١,٢٥٧,٨٨٤	١,٦٣٥,٨٤٥
البنك العربي	٥٨٤,٠٢٨	٧٦٦,٥١٦	١,١٦٦,٨٠١
مجموعة سامبا	١,٨٥٧,٢٩٤	١,٤٣٦,٥٥٠	٢,٥٠٥,٧٣٥
شركة الراجحي	١,٤١٣,١٩٠	٢,٠٣٨,١٢٠	٢,٩٣٥,٩١٥
البنك الأهلي	٢,٣٨٣,٩٩٥	٣,٤٣٩,٦٩٧	٣,٦٣٨,٧٦٣

الإيرادات البنكية الأخرى (غير الفوائد) (ألف ريال)			
البنك	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤
بنك الرياض	٥٨٠,٦٥٣	١,٠١٥,٧٩٨	١,٠٥٠,٣٥١
بنك الجزيرة	٧٤,٨٤٦	١٨٣,٩٣٣	٢٩٨,٧٨٢
بنك الاستثمار	١٦٧,٦٥٨	٢٧٤,٤٠٣	٤٢٥,٥٢٩
البنك الهولندي	٢١٧,٠٦٥	٢٩٤,٦١٩	٤٥١,٦٧١
البنك الفرنسي	٣٢١,٠٩٩	٤٣٩,٨٨٧	٦٧٠,٧٣١
البنك البريطاني	٣٩٥,٢٩١	٥٣٧,٩٤٠	٨٥١,٢١٧
البنك العربي	٢٩٥,٤٩٦	٣٨٠,٣٧٨	٥٤١,٦٥٢
مجموعة سامبا	٧٦١,٢٦٠	٨٨٨,٠٧٦	١,٠٥٥,٩٣٧
شركة الراجحي	٣,٢٣٦,١٠٥	٤,٠١٢,٩٨٥	٥,٠٧١,٢٥٨
البنك الأهلي	١,٠٥٧,٨٨٣	١,٥٩٨,٣٢٢	١,٤٣٤,١٨٨

المصدر: د. فهد الحويماني من قوائم مالية رسمية.

وأحد المؤشرات الهامة التي تدل على مقدرة البنك في توظيف ودائع العملاء بشكل جيد هناك نسبة القروض من الودائع (الجدول ١٠)، ونجدها تزيد عن ٧٠٪ في كل من مجموعة سامبا والبنك البريطاني، وضعيفة نسبياً لدى البنك الأهلي بالرغم من كونه صاحب أكبر قدر من القروض والسلف (الجدول الأيسر). وربما يعود السبب لضخامة حجم الاستثمارات لدى البنك (غير القروض)، وربما يكون لرأس مال البنك علاقة بذلك حيث يجب ألا تزيد الودائع (وبالتالي القروض) عن ١٥ مثلاً من مجموع أس المال والاحتياطيات.

الجدول ١٠: نسبة القروض من ودائع العملاء ومقدار القروض والسلف التي قدمها البنك.

نسبة القروض من الودائع (٪)			
البنك	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤
بنك الرياض	٥٥,٤٧	٦٠,٩٣	٦٨,٢٤
بنك الجزيرة	٥٦,٥١	٦١,٨٦	٦٣,٧١
بنك الاستثمار	٦٣,٢١	٧١,٠٣	٦٤,٢٤
البنك الهولندي	٦٥,٥٩	٦٤,٦٩	٦٩,٧٢
البنك الفرنسي	٥٨,١٢	٦٢,٦٩	٦٢,٦٩
البنك البريطاني	٥٨,٢٠	٧٢,٣٧	٧٠,٨١
البنك العربي	٥٦,٨٦	٥٩,٨٢	٦١,٦٦
مجموعة سامبا	٥٨,٢٧	٥٦,٥٣	٧١,٨٦
شركة الراجحي	٢,٢٧	١,٧٣	١,٠٦
البنك الأهلي	٣٩,٧٤	٤٢,٣٧	٤٨,٧٠

القروض والسلف (ألف ريال)			
البنك	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤
بنك الرياض	٢٣,٨٤٩,٤٨٣	٢٧,٩٥٢,٢٦٥	٣٣,٩٤٣,٧٥٤
بنك الجزيرة	٢,٣٦٨,٣٠٢	٤,٦٦١,٤٣٧	٥,١٨٦,٧٣٢
بنك الاستثمار	٨,٨٩٠,٧٨٣	١٠,٢٣١,٥٨٥	١٣,٠٣١,٠٩٧
البنك الهولندي	١٢,١٠٤,٩٤٤	١٣,٩٦١,٧٢٩	١٦,٦٣٣,١٩٥
البنك الفرنسي	٢١,٠٣٤,١٣٧	٢٦,٧٢٥,٧٨١	٢٦,٧٢٥,٧٨١
البنك البريطاني	٢٠,٣٥٩,١٨٤	٢٦,١١٦,٦٢٢	٣١,٦٢٧,٠٥٨
البنك العربي	١٦,٠١٥,٧٠٩	٢٠,١٧٢,٢٣٣	٢٨,٥٥٧,٩٦٧
مجموعة سامبا	٣٤,٢٣١,٦٥٥	٣٤,٩١٨,٣٠٣	٤٨,١٧٧,٦٨٨
شركة الراجحي	١,٠٣٢,٩٣٦	٨٥٣,٢٩٧	٦٧٢,٩٥٩
البنك الأهلي	٤٢,٣٨٩,١٢٦	٤٩,٧٥٠,٠٠٠	٦٣,٥١٢,٨٥٦

المصدر: د. فهد الحويماني من قوائم مالية رسمية.

ويلي البنك الأهلي في مقدار القروض والسلف مجموعة سامبا وبنك الرياض والبنك البريطاني.

وأخيراً في الجدول ١١ نجد اثنين من أهم المؤشرات المالية، العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين (راجع الصفحة ١٨٧ لمعرفة طبيعة العائد على حقوق المساهمين). فالعائد على الأصول يبين نسبة ربح البنك مقارنة بما لديه من أصول (معظمها مقابل ودائع العملاء)، فلا يكفي أن يكون لدى البنك أصول كبيرة إن لم يكن قادراً على تحقيق ربح كبير منها، وذلك بالمقارنة مع باقي البنوك. فنجد أن بنك الراجحي يتمتع بأعلى عائد على الأصول، ثم كل من البنك الفرنسي والبنك البريطاني وبنك الرياض، على التوالي.

الجدول ١١: نسبة العائد على الأصول ونسبة العائد على حقوق المساهمين.

البنك	العائد على الأصول (٪)			العائد على الملكية (٪)		
	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤
بنك الرياض	٢,١١	٢,٢٣	٢,٧٠	١٦,٨٩	١٨,٦٢	٢٢,١٧
بنك الجزيرة	١,٠٣	١,٠٤	١,٧٥	٨,٨٠	١٠,٥٦	١٢,٦٢
بنك الاستثمار	١,٩١	٢,١٤	٢,٠٦	١٧,٦١	١٧,٦٢	١٦,٧٣
البنك الهولندي	٢,٠٦	٢,١٥	٢,٢٢	٢٤,١١	٢٣,٥٦	٢٥,٧٠
البنك الفرنسي	٢,٢٧	٢,٢٢	٢,٨٧	٢١,٣٥	٢٣,٤٧	٢٧,٨٤
البنك البريطاني	٢,١٠	٢,٧٣	٢,٨٢	٢٢,٧٠	٢٦,٥٠	٣٠,٣٨
البنك العربي	١,٣٢	١,٥٦	١,٨٤	١٦,٤٦	١٩,٢٧	٢٤,٣٤
مجموعة سامبا	٢,٤٣	١,٨٢	٢,٦٤	٢٠,٨٥	١٦,١٨	٢٦,٤٣
شركة الراجحي	٢,٣٩	٣,١٥	٣,٧٧	٢٠,٦٧	٢٨,١٢	٢٨,٨٣
البنك الأهلي	٢,٢٤	٢,٩٣	٢,٧٩	٢٦,٧٣	٣٣,٢٩	٢٦,٤٢

المصدر: د. فهد الحويماني من قوائم مالية رسمية.

أما العائد على حقوق المساهمين (الجدول الأيسر) فيبين مقدرة البنك على تحقيق عائد مناسب مقابل الأموال المستثمرة فيه، فإن لم يكن هناك عائداً مناسباً فالأفضل لملاّك البنك سحب استثماراتهم وتوظيفها بطرق أخرى. هنا نجد أن أعلى عائد على حقوق المساهمين في عام ٢٠٠٤م كان لدى البنك البريطاني، يليه على التوالي كل من بنك الراجحي والبنك الفرنسي ومجموعة سامبا والبنك الأهلي. ونجده ضعيفاً بشكل ملحوظ في كل من بنك الجزيرة وبنك الاستثمار.

نسبة صافي مقدار الفائدة

كثير من محللي قطاع البنوك يرون أن أهم مؤشر لأداء أي بنك هو القيام بمقارنة صافي الفوائد مع الأصول العاملة للبنك، ويعود ذلك لأن العمل الحقيقي للبنك هو شراء المال وبيعه (إن صح التعبير)، وبالتالي من المهم معرفة تكلفة شراء المال من قبل البنك وقيمة بيعه إن كان لنا معرفة القوة الربحية للبنك. فالبنك يحصل على ودائع العملاء ويدفع مقابل ذلك فوائد لهم،

ويقوم بعد ذلك باقراض هذه الأموال والحصول على فوائد مقابل ذلك. والبنك الناجح بطبيعة الحال هو الذي يستطيع الحصول على الودائع بسعر قليل واقراضها بسعر عالٍ.

وطريقة حساب هذه النسبة تتم بخصم تكلفة الفائدة من الدخل المتحقق من الفائدة، وذلك للحصول على ما يعرف بصافي دخل العمولات الخاصة (والذي تجده في قائمة الدخل). ومن ثم نقوم بقسمة هذا الرقم على إجمالي أصول البنك العاملة، أي جميع الأصول عدا الثابتة منها. وبمقارنة هذا الرقم في البنوك السعودية نجد أن أعلى نسبة في عام ٢٠٠٢م كانت من صالح بنك الرياض (٣,٤٥%)، ومن ثم كل من البنك الأهلي (٣,٤٣%) والبنك العربي (٣,٣٤%) والبنك الهولندي (٣,٣١%) والبنك الفرنسي (٣,٢٦%). وفي عام ٢٠٠٣م كانت كالتالي: البنك البريطاني (٣,٥٨%)، البنك الأهلي (٣,٤٥%) ومجموعة سامبا (٣,٢٤%) والبنك العربي (٣,٢٠%) وبنك الرياض (٣,٢٠%). أما في عام ٢٠٠٤م فكانت كما يلي: البنك الأهلي (٣,٦١%)، بنك الرياض (٣,٣٦%) ومجموعة سامبا (٣,٢٤%) والبنك الفرنسي (٣,٢٠%) والبنك العربي (٣,٠٦%).

صناديق الاستثمار

كما علمنا عن طبيعة صناديق الاستثمار فهي عبارة عن طريقة لجمع أموال عدد من المستثمرين واستثمارها في الأسهم وغير الأسهم من وسائل، وذلك بدلاً من قيام كل شخص بالاستثمار بنفسه. والفائدة الحقيقية من الاستثمار في هذه الصناديق تأتي بسبب قدرة الصندوق على تنويع الاستثمار أكثر مما يستطيع الشخص القيام به بمفرده، وثانياً بسبب قدرة إدارة الصندوق على اختيار الأسهم وإدارتها بشكل أفضل من المستثمر العادي. على سبيل المثال، تتوفر لإدارة الصندوق معلومات كافية عن وضع الاقتصاد ووضع السوق والشركات، إلى جانب عدد من المحللين والمختصين، لذا فمن المفترض أن يكون أداء الصندوق أفضل من أداء الشخص العادي.

وبالرغم من ذلك فكثير من المضاربين والمستثمرين يفضلون التعامل بالأسهم بأنفسهم وذلك لكونهم يودون تحسين أدائهم بشكل أفضل من الصندوق الذي في الغالب يتّبع سياسة محافظة في البيع والشراء وبالتالي يكون أداؤه قريباً لأداء السوق بشكل عام. كذلك يفضل الكثير المرونة المتوفرة لهم كأفراد في الشراء أو البيع في أي لحظة يشاءون والتي لا تتوفر للصندوق، حيث لا يسمح للعميل بالبيع ولا الشراء إلا في أيام معينة، غالباً مرة أو مرتين في الأسبوع.

لا تختلف الصناديق السعودية عن نظيرتها الأمريكية[١٣]، فهي صناديق مفتوحة تتقاضى رسوماً إدارية أعلى مما يدفع في الصناديق الأمريكية، والتي بدأت تقل رسومها في السنوات الأخيرة بسبب ظهور

13 راجع الفصل المختص (صفحة ٣٣٩) لمعرفة المزيد عن صناديق الاستثمار وطريقة عملها.

أسهم المؤشرات والأسهم القابضة وغيرها من الطرق الحديثة التي زادت من خيارات التنويع لدى المستثمر. حالياً نجد أن معظم الصناديق السعودية تتقاضى رسوماً إدارية سنوية تتراوح ما بين ١% إلى ٢%، علاوة على رسوم الاشتراك التي تتراوح ما بين ١-٤% من رأس المال. إضافة إلى ذلك فإن صندوق الاستثمار (وهذا هو المتبع في الخارج، ولا نعلم عن الطريقة المتبعة فعلياً في الصناديق السعودية) يقوم بحسم مصروفات إضافية أخرى تمثل جميع تكاليف الصندوق التشغيلية والتمويلية، بحيث يتم حسمها من قيمة أصول الصندوق قبل حساب قيمة الوحدة. وبالطبع لا يقوم المستثمر السعودي بدفع ضرائب على أرباحه، ولا أي عمولة على عمليات البيع والشراء الداخلية التي يقوم بها الصندوق.

لذا من الضروري مراعاة التكلفة الحقيقية للصندوق، حيث إنها قد تصل لمن يستثمر مبلغ ١٠٠ ألف ريال إلى حوالي ٣٠٠٠ ريال رسوم اشتراك، ١٧٥٠ ريال رسوم إدارية، وربما تصل تكاليف الصندوق الداخلية السنوية إلى ١٠٠٠ ريال إضافي (ربما أكثر أو أقل حسب طريقة كل صندوق ولا يوجد حالياً نظام يحدد هذه المبالغ). أضف إلى ذلك أن بعض الصناديق تقوم بالتخلص من بعض الأموال غير الشرعية لتطهير الصندوق منها، وهذه بالطبع تتم حسب توجيهات اللجنة الشرعية، ولكنها تبقى تكلفة إضافية يجب أخذها بالحسبان. وأخيراً، لا يدخل صافي البيع لحساب المشترك فوراً، بل يستغرق حوالي سبعة أيام قبل دخوله للحساب أو قيام الصندوق بإصدار شيك بقيمته.

من ذلك نرى أن المستثمر قد يدفع حوالي ٦ % من المبلغ المعد للاستثمار، وبذلك فعلى الصندوق تحقيق عائد يغطي هذا المبلغ على الأقل، ليتمكن المستثمر من تحقيق أي ربح من استثماره.

ضوابط عمل الصناديق

لا يستثمر الصندوق كامل رأس ماله في الأسهم، بل قد يحتفظ بجزء منها (لا يزيد غالباً عن ٢٠ %) في وسائل استثمارية أخرى وبأشكال نقدية مختلفة، وذلك لتوفير مبالغ نقدية مقابل إشعارات الخروج التي يصدرها مستثمرو الصندوق، وكذلك لترك بعض المبالغ النقدية تحت تصرف إدارة الصندوق للاستفادة من تقلبات السوق. أما إذا تم استثمار ما يتبقى لدى الصندوق في صناديق استثمار أخرى فلا يُسمح نظاماً للصندوق بأن يستثمر أكثر من ١٠% من قيمة صافي أصوله في صناديق أخرى، ولا يسمح له بالاستحواذ على أكثر من ١٥% من رأس مال أي صندوق آخر. ومن الضوابط الأخرى التي تقرها مؤسسة النقد منع أي صندوق من امتلاك أكثر من ١% من رأس مال أي شركة مساهمة، الأمر الذي يجعل الصناديق تركز على الشركات التي تتمتع برأس مال كبير مثل سابك والاتصالات. ولكن يبدو أنه مع ازدياد حجم أصول الصناديق في السنوات الأخيرة ليس بالإمكان الاستمرار بتطبيق هذه الفقرة من تعليمات مؤسسة النقد، لأن ١% من رأس مال أكبر شركة

في السوق (شركة سابك) يبلغ فقط ٢٠٠ مليون ريال، والذي يعتبر مبلغاً صغيراً لصندوق تزيد أصوله عن ١٢ بليون ريال، كما هو الحال في صندوقي الرائد والأمانة!

وبالنسبة لطريقة حساب قيمة وحدة الصندوق، فكما ذكرنا إنها تتم بجمع محتويات الصندوق من أسهم وقروض وحصص في صناديق أخرى ومبالغ نقدية وغيرها من أموال، وتخصم منها رسوم الصندوق السنوية والتشغيلية حسب ما تقره إدارة الصندوق، ويقسم المتبقي على عدد الحصص المصدرة. وحالياً يتم تقييم وحدات صناديق الأسهم مرة أو مرتين في الأسبوع، وهذا في الواقع لا يتواكب مع التطورات التقنية المتوفرة لدى البنوك، فمن المفترض أن يتم التقييم بشكل يومي كما هو متبع في صناديق الاستثمار الأمريكية، والتي يلزمها القانون الفدرالي بحساب وحدة الصندوق يومياً.

ولا يقوم الصندوق بتوزيع الأرباح التي توزعها الشركات المملوكة في الصندوق، ولكن يقوم بإعادة استثمار هذه الأرباح في الصندوق وتتغير تبعاً لذلك قيمة الوحدة.

الاشتراك في الصناديق

يتم الاشتراك بتعبئة نموذج معين لدى البنك وتفويض البنك بسحب المبلغ من الحساب، وإن لم يستلم البنك المبلغ قبل اليوم المحدد للاشتراك فإن سعر الصندوق يكون حسب السعر المعلن للفترة التي تلي يوم الإعلان القادم. على سبيل المثال، لو كان آخر يوم للاشتراك هو يوم الثلاثاء وكان يوم التقييم الداخلي والإعلان عن سعر الصندوق يوم الخميس، وتم الاشتراك في الصندوق يوم الأربعاء، فلن يتم الشراء ولن يعرف المستثمر سعر الشراء إلا بعد مضي أسبوع كامل من يوم الإعلان (أي حوالي ١٠ أيام من يوم التسجيل). وبالطبع يكون أقل حد للاشتراك حسب ما يعلنه الصندوق، وأي إضافة لاحقة يجب أن تكون حسب أدنى حد يقرره الصندوق.

الخروج من الصناديق

يمكن للمستثمر طلب بيع الحصص التي يملكها متى شاء، لكن الصندوق يقوم بحساب قيمة البيع حسب سعر الوحدة عند إعلانه في اليوم المحدد، مما يعني أن سعر الوحدة الذي تحسب به عملية البيع هو حسب السعر الذي سيعلن في الفترة القادمة، وليس سعر الوحدة السابق. ويجب أن يصل إشعار الخروج للبنك قبل الموعد المحدد من كل أسبوع وإلا على المشترك اعتبار سعر البيع ما سيعلن في الأسبوع القادم. وحسب المتبع، فالصندوق غير ملزم بالبيع فوراً وقد يؤجل البيع للأسبوع التالي أو أي فترة يشاء إذا كانت هناك أسباب معينة، كتجاوز الصندوق لكميات البيع المسموح بها. فبعض البنوك لا تسمح ببيع أكثر من ١٠٪ من عدد وحدات الصندوق خلال أي فترة تقييم، مما يعني أنه في حالة وجود حالات بيع تزيد عن ١٠٪ من عدد الوحدات خلال مدة أسبوع

(على سبيل المثال)، فيحق لإدارة الصندوق تأجيل عمليات البيع حتى وقت لاحق. ومن غير الواضح إن كانت عملية البيع تتم فعلاً حسب الأولوية الزمنية لطلبات البيع أم حسب اعتبارات أخرى. كما أن أكثر الصناديق لا تسمح بسحب أكثر من ١٠٠ ألف ريال في اليوم الواحد، مما يعني أن من لديه مليون ريال في الصندوق، لا يستطيع الخروج بشكل كامل قبل مضي ١٠ أيام على الأقل، بحيث يتم سحب ١٠٠ ألف ريال في كل يوم. هنا تتضح الحاجة لمعرفة ضوابط عمل كل صندوق من جهة، ومن جهة أخرى ضرورة مراقبة عمل صناديق الاستثمار وفصلها تماماً عن عمل البنوك، والمسارعة في الإشراف عليها من قبل هيئة السوق المالية.

الصناديق الإسلامية

تتبع أكثر الصناديق السعودية الفتوى الشرعية الخاصة بالأسهم، والتي تجيز التعامل بالشركات التي لديها قروض ربوية لا تزيد عن ٢٥٪ من متوسط القيمة السوقية للشركة، راجع شرح بعض الضوابط الشرعية في الصفحة ٣٥٦. على سبيل المثال، في شركة مثل شركة سابك التي قيمتها السوقية حوالي ٧٠٠ بليون ريال، من الممكن لقروضها الربوية أن تصل إلى حوالي ١٧٥ بليون ريال دون خروج الشركة عن المسار الشرعي حسب هذه الفتوى. ويقوم الصندوق كل ثلاثة أشهر بإجراء بعض العمليات التطهيرية لأموال الصندوق للتخلص من أي أموال غير شرعية قامت بتحقيقها بعض الشركات التي يستثمر فيها الصندوق. هذا يعني أن قيمة الوحدة قد تنقص بسبب هذه الخصومات التي تقرها هيئة الرقابة الشرعية، والتي بدورها تقوم بالتصرف بما تم استقطاعه من أموال لصالح جمعيات خيرية وأعمال إنسانية حسب ما تراه. يبين الجدول ١٢ عدداً من الصناديق الاستثمارية المتاحة من قبل البنوك السعودية.

الجدول ١٢: مثال لأهم صناديق الاستثمار المدارة من قبل البنوك حسب توافقها مع الشريعة الإسلامية.

الصندوق	التوافق مع الشريعة
مجموعة سامبا المالية: صندوق المساهم	لا
البنك السعودي البريطاني: صندوق الأسهم السعودية	لا
بنك الرياض: صندوق الرياض للأسهم ١ و ٣	لا
البنك العربي الوطني: صندوق الأسهم السعودية - للمستثمر العربي	لا
البنك السعودي الفرنسي: صندوق الاستثمار السعودي	لا
مجموعة سامبا المالية: صندوق النمو والدخل (الفريد)	لا
البنك السعودي للاستثمار: صندوق الأسهم السعودية	لا
البنك السعودي البريطاني: صندوق الأمانة للأسهم السعودية	نعم

الصندوق	التوافق مع الشريعة
مجموعة سامبا المالية: صندوق المتاجرة بالأسهم السعودية (الرائد)	نعم
بنك الرياض: صندوق الرياض للأسهم ٢	نعم
البنك الأهلي التجاري: صندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية	نعم
شركة الراجحي المصرفية للاستثمار: صندوق الراجحي للأسهم المحلية	نعم
بنك الجزيرة: صندوق الطيبات للأسهم السعودية ١	نعم
البنك الأهلي التجاري: صندوق الأهلي النشط للمتاجرة بالأسهم السعودية	نعم
البنك السعودي الفرنسي: صندوق الصفاء للمتاجرة في الأسهم	نعم

المصدر: مركز بخيت للاستشارات المالية.

حجم الصناديق الاستثمارية

بلغ عدد الصناديق الاستثمارية في السوق السعودي في نهاية عام ٢٠٠٥م، وهي جميعاً تدار من قبل البنوك السعودية، حوالي ٢٦ صندوقاً، من بين ١٩٩ صندوقاً استثمارياً، بعضها صناديق شرعية وبعضها صناديق تقليدية. ووصل عدد المشتركين في الصناديق الاستثمارية في نهاية ٢٠٠٥م حوالي ٥٦٠ ألف مشترك، وكان هذا العدد فقط ٨٠ ألف مشترك في عام ١٩٩٩م. وتبلغ قيمة أصول الصناديق التي تستثمر في السوق السعودي حوالي ٩٠ بليون ريال، ويخطئ من يعتقد أنه بحكم كون هذه الأصول تمثل فقط ٤٪ من القيمة الإجمالية للسوق في نهاية عام ٢٠٠٥م، فتأثير هذه الصناديق على سوق الأسهم السعودية لا بد أن يكون ضعيفاً. والسبب هو أن أكثر من ٧٠٪ من الأسهم السعودية غير قابلة للتداول، كونها مملوكة للدولة، مما يعني أن أصول الصناديق تعادل في الواقع حوالي ١٢٪ من الأسهم المتداولة. وثانياً حتى نسبة ٤٪ من القيمة السوقية تعتبر كبيرة جداً إذا علمنا أن هذه الأصول تحت تصرف عدد قليل من الأفراد الذين يديرون الصناديق بقرارات فردية، الأمر الذي يجعل تأثير هذه الصناديق على السوق كبيراً جداً.

ويجب الانتباه إلى أن النمو الكبير في أصول صناديق الاستثمار ليس كله نتيجة دخول مشتركين جدد، بل إن معظم النمو يأتي بسبب نمو الأسهم التي يستثمر فيها الصندوق. فمن الخطأ القول، على سبيل المثال، إن ٥٠ بليون ريالاً قد ضُخت في الصناديق عندما ترتفع أصولها بهذا المقدار، لأن جزءاً كبيراً من الزيادة ربما قد أتى بسبب صعود الأسهم أكثر من كونه نتيجة دخول أموال جديدة.

مستقبل السوق السعودي

الجواب المختصر عن مستقبل السوق السعودي هو إن ذلك في علم الغيب وإن هناك متغيرات كثيرة من المستحيل التنبؤ بها جميعاً، لذا فإن التوقعات دائماً تتغير حسب التغيرات التي تطرأ على الاقتصاد والشركات وسلوك المستثمرين وما إلى ذلك. ومع ذلك فالتوقعات بشكل عام تشير إلى نمو جيد على مدى السنتين القادمتين، وذلك بسبب الارتفاع المتواصل للطلب على منتجات البترول. وحتى لو إن سعر البترول انخفض إلى مستوى الأربعين دولاراً، على سبيل المثال، فإن في ذلك نهضة اقتصادية قوية قد تمتد إلى سنوات طويلة. هذا لا يعني أن أسعار الأسهم سوف تكون في حالة صعود دائم بل لا بد من أن تكون هناك أوقات تصحيح وأوقات خوف وهلع وأوقات إفراط في التفاؤل والاندفاع والتي بمجملها ذات تأثير كبير على حركة الأسهم في السنوات القادمة.

وأذكّر بأهمية معرفة الوقت المناسب للخروج من الأسهم، إما بإتباع التحليل الفني أو الأساسي أو معاً، وذلك لأن الاستثمار في الأسهم يبقى دائماً ذا خطورة عالية، وإلا لما أمكن تحقيق عوائد عالية منه. لذا من الضروري أن يطّلع الشخص على كيفية تشكل الفقاعات المالية (راجع صفحة ٤٤٦) وتجنب الأسهم عندما يتبين أن الفقاعة قد أخذت مكاناً كبيراً في ساحة الأسهم وبدأت تلوح في الأفق بوادر الانفجار. فمعروف أن الأسهم الأمريكية، على سبيل المثال، أمضت حوالي ٢٥ عاماً قبل أن تعود الأسعار لما كانت عليه في عام ١٩٢٩م، وحوالي ٢٥ عاماً قبل أن تعود إلى مستوياتها في عام ١٩٦٨م! ومنذ أعلى ارتفاع تحقق في أسعار الأسهم الأمريكية عام ٢٠٠٠م وإلى الآن (حوالي ٦ سنوات) لم تستعد الأسهم قيمها السابقة.

ولكن في الوقت نفسه يجب عدم الاستعجال في الخروج من الأسواق، حيث ثبت تاريخياً أن الفقاعات قد تستمر لسنوات طويلة قبل أن تنفجر، لذا من الضروري الاستفادة من الصعود المتحقق قدر الإمكان، ولكن بتوازن وعقلانية وبدون اندفاع مفرط، مع إبقاء خيار الخروج تحت سيطرة الشخص في كل الأوقات.

يبين الجدول ١٣ مقارنة سريعة لوضع السوق السعودي مقارنة بالسوق الأمريكي (كما في ١٥ يناير ٢٠٠٦م)، ومنه يتضح أن السوق الأمريكي الرئيسي (ممثلاً بأسواق نيويورك و[نازداك] والأمريكي) أكبر من السوق السعودي بحوالي ٣٨ مرة كقيمة سوقية، وهذا طبيعي ومتوقع نظراً لكثرة الشركات في الولايات المتحدة. أما بالنسبة لمكرر الأرباح فهو أعلى في السوق السعودي (٤٠ مرة) منه في السوق الأمريكي (٣٥ مرة)، وقد لا يبدو الفرق شاسعاً جداً، ولكن لا ننسى أن السوق الأمريكي نفسه يعتبر مرتفعاً جداً كما في مطلع عام ٢٠٠٦م، لذا يجب أن يستمر نمو الأرباح للشركات السعودية في عام ٢٠٠٦م بشكل قوي وإلا فإن السعر الحالي لا يمكن تبريره. كما يجب أن نتذكر أن مكرر الربحية في نهاية عام ٢٠٠٥م في كثير من الأسواق العالمية الناشئة (مثل الصين وكوريا

والبرازيل والهند والمكسيك وماليزيا، وغيرها) كان يتراوح ما بين ١٠ إلى ٢٠ مرة فقط. وعند النظر إلى قطاعات معينة، نجد أن مكرر الربحية لدى البنوك السعودية كان حوالي ٤٠ مرة، مقابل ١٣ مرة فقط في البنوك الأمريكية الكبيرة (Money Center Banks)، وفي الشركات الكيميائية وتلك الشركات الكبيرة العاملة في قطاع الغاز والبترول لا يتجاوز مكرر الربحية لديها ١٥ مرة (مقارنة بـ ٣٣ مرة لشركة سابك). لذا فإن استمرار السوق السعودي عند هذه الأسعار مشروط بنمو قوي لأرباح الشركات خلال الأشهر القادمة، وأي تراجع في الربحية سيكون له نتائج سيئة.

الجدول ١٣: مقارنة بين السوقين السعودي والأمريكي كما في ٢٠٠٦/١/١٥م

السوق	القيمة السوقية (تريليون ريال)	مكرر الأرباح	السعر على القيمة الدفترية	العائد على حقوق المساهمين	نسبة الربح الموزع
السوق السعودي	٢,٤	٤٠	٤,٦	٢٢%	١,٥%
السوق الأمريكي (بالكامل)	٩١,٩	٣٥	٥,٣٦	١٦,٥%	٢,١%

المصدر: د. فهد الحويماني من مصادر رسمية في السوقين الأمريكي والسعودي.

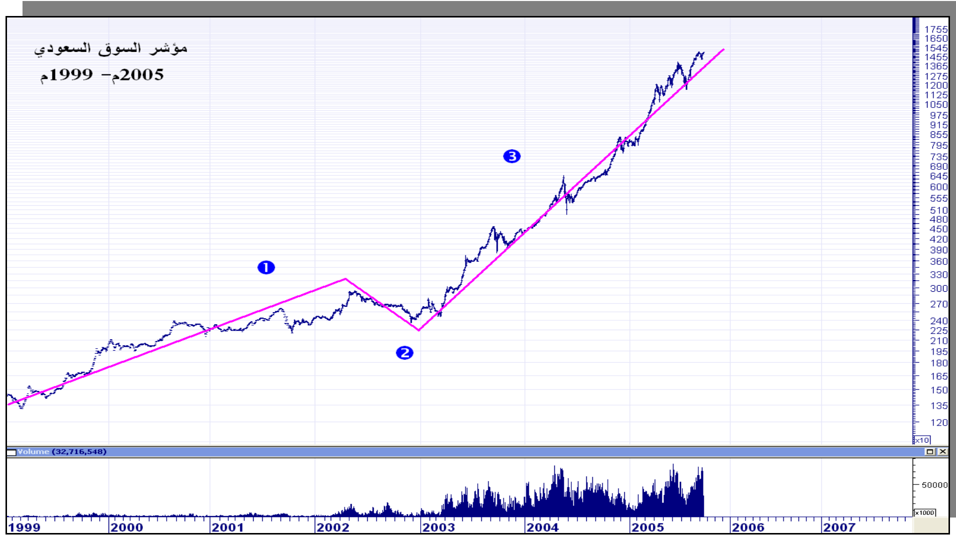
وبالنظر إلى مقدار الربح الموزع كنسبة من أرباح الشركات فنجد أنه ضعيفاً نسبياً في السوق السعودي، حيث يساوي ١,٥٠% بينما في السوق الأمريكي يصل إلى ٢,١٠%. وحتى البنوك السعودية ذات الربحية العالية نجدها تمنح أرباحاً أقل من المتوسط ، وأقل بكثير مما تمنحه البنوك الأمريكية، التي تمنح ٣,٥٠%. وأخيراً نجد أن العائد على حقوق المساهمين يعتبر جيداً في السوق السعودي، وذلك بسبب الربحية العالية في السنوات الأخيرة لكل من شركة سابك والبنوك، وبقاء هذا المؤشر بهذه القوة سيكون في صالح السوق السعودي في الفترات القادمة.

ومن دلائل التضخم الكبير في أسعار الأسهم السعودية ما نجده عند مقارنة القيمة السوقية للسوق السعودي (٢,٤ تريليون ريال) مع الناتج المحلي الإجمالي (حوالي ١ تريليون ريال)، والذي يعتبر مرتفعاً جداً ودليلاً اقتصادياً سلبياً. كذلك عند مقارنة القيمة السوقية بمستوى العرض النقدي الشامل (ن٣) والذي يبلغ حوالي ٥٥٠ بليون ريال، نجده كذلك يشير إلى تضخم كبير. مثل هذه الاستنتاجات تشير إلى أن التحليل الأساسي للسوق يشير إلى تضخم كبير لا يمكن أن يستمر بهذا الشكل على المدى الطويل، وتبقى العوامل النفسية والتوقعات المفرطة هي التي تقود السوق حالياً حتى يعتدل مساره ويتبع قيماً مقبولة ومنطقية.

وبالنظر إلى جانب التحليل الفني نجد أن آخر موجة من موجات إليوت انتهت هي تلك التي بدأت موجتها الأولى في منتصف عام ١٩٩٥م (انظر الشكل ٣٦) وانتهت بالموجة c في أول عام ١٩٩٩م.



الشكل ٣٦: موجات إليوت الخمس زائد الموجات الثلاث التصحيحية (a,b,c) كما ظهرت خلال خمس سنوات (١٩٩٥م-١٩٩٩م). لاحظ كيف أن الموجة التصحيحية رقم ٢ وقفت عند نسبة ٦١,٨% وكيف أن الموجة c التصحيحية أدت إلى هبوط حاد قبل أن تبدأ الدورة الجديدة.



الشكل ٣٧: أحد الاحتمالات الممكنة لمستقبل السوق السعودي حسب موجات إليوت (كما في نوفمبر ٢٠٠٥م)، والتي نرى فيها إننا لا نزال نعيش في ثنايا الموجة الثالثة، وبذلك فهناك موجة تصحيحية قادمة (الموجة ٤)، قبل أن نبدأ مرحلة الصعود القوي المشكل للموجة الخامسة.

بعد ذلك هناك عدد من الاحتمالات في تقديري لتحديد الموجات المتبقية منذ عام ١٩٩٩م وحتى السنوات القليلة القادمة، وأحد هذه الاحتمالات هو ما نراه في الشكل ٣٧[١٤].

مقارنة السوق السعودي بسوق [نازداك]

هناك تخوف كبير من حدة الارتفاع الحاصل في السوق السعودي خلال السنوات الثلاث الماضية، وهناك محللون في الداخل والخارج يعتقدون أننا أمام فقاعة كلاسيكية سرعان ما تنهار وتجلب معها الويل والدمار (راجع الصفحة ٤٤٦ لمعرفة أهم الفقاعات التاريخية). لذا فقد قمت بإجراء مقارنة تاريخية لحركة الأسعار في السنوات الماضية بين السوق السعودي وسوق [نازداك] الأمريكي لمجرد دراسة وضع كل سوق وما آلت إليه الأسعار بعد ذلك. وبالرغم من أن العوامل الأساسية والمعطيات الاقتصادية مختلفة تماماً بين الوقت الحاضر للسوق السعودي وبين ما كان عليه سوق [نازداك] في التسعينيات الميلادية، إلا أن المقارنة تبقى مفيدة ومن الممكن الاستفادة من هذه التجربة، انظر الشكل ٣٨.

في الجهة اليسرى قمت بعرض حركة سوق [نازداك] الشامل منذ عام ١٩٨٩م وحتى عام ٢٠٠٢م (١٣ عاماً)، وفي الجهة اليمنى أخذت كذلك مدة ١٣ عاماً بدأت منذ عام ١٩٩٧م ولن تنتهي حتى منتصف عام ٢٠١٠م للسوق السعودي. ونلاحظ أولاً التشابه الكبير بين حركة [نازداك] منذ البداية وحتى منتصف المدة (الخط الأحمر الظاهر في الوسط) بحركة السوق السعودي منذ البداية وحتى نهاية عام ٢٠٠٣م. وأهم شيء نستنتجه من هذه المقارنة هو أن صعود الأسواق المالية قد يمتد إلى عدة سنوات وبحدة قوية (حيث نرى أن [نازداك] ارتفع أكثر من ١٤ ضعفاً خلال هذه المدة، بينما لم يرتفع السوق السعودي أكثر من ١٠ أضعاف حتى نوفمبر ٢٠٠٥م). وثانياً إن انهيار [نازداك] أتى عقب ارتفاع حاد خلال فترة قصيرة، حيث ارتفع المؤشر لأكثر من ٧٠٪ خلال آخر ستة أشهر.

وبالطبع هناك نقاط إيجابية تأتي في صالح السوق السعودي خلال هذه الفترة وهي مغايرة تماماً لما حصل في [نازداك]. فبينما كان سوق [نازداك] سوقاً وهمياً لحد كبير، حيث معظم الشركات كانت تعيش في أحلام وردية وسط توقعات خيالية لمستقبل الإنترنت في عالم التجارة وتأثيرها على التقدم البشري بشكل عام، نجد أن مقومات السوق السعودي تعتبر أكثر متانة وتأتي في ظل ارتفاع تاريخي لأسعار البترول وانخفاض في معدلات الفائدة، عوضاً عن مؤشرات اقتصادية ايجابية كثيرة.

14 الهبوط الحاد الذي حدث فيما بعد (في مارس ٢٠٠٦م) جاء بعد ارتفاع حوالي ٥٠٠٠ نقطة في المؤشر، والتي يمكن اعتبارها الموجة الخامسة. ثم حصل الهبوط الحاد وجاء على شكل موجة a، ثم الموجة الصاعدة b، وبدأت على ما يبدو موجة c الهابطة (حتى وقت كتابة هذه الملاحظة في ١٨ أبريل ٢٠٠٦م). هذا يعني أن دورة الصعود الحالية قد انتهت ونحن في انتظار موجة صعود جديدة.

تأثير دخول المملكة لمنظمة التجارة العالمية

بعد انضمام المملكة إلى منظمة التجارة العالمية رسمياً في ديسمبر ٢٠٠٥م، فمن المتوقع حدوث تغيرات كثيرة وهامة على الاقتصاد السعودي وبالتالي على سوق الأسهم، ناهيك عن التأثيرات غير المباشرة التي تؤثر في النهاية على الحركة الاقتصادية وعلى سلوك المستهلكين، كالتغيرات الاجتماعية والثقافية المتوقعة. وبشكل عام يُنظر إلى دخول المملكة للمنظمة على أنه حدث إيجابي على المدى الطويل، لما من شأنه أن يرفع من جودة المنتجات والخدمات السعودية التي ستجد نفسها وجهاً لوجه مع منتجات وخدمات دولية متقدمة، مما سيجبر الكثير منها على الاندماج والتحالف لتقوية مكانتها التنافسية، ورفع كفاءاتها التشغيلية والإدارية. كما ستستفيد من هذا الانضمام الشركات العاملة في مجال البترول ومشتقاته، وهو المجال الذي تمتلك المملكة فيه قدرات تنافسية وميزات نسبية مقارنة ببقية الدول، وتأتي الاستفادة بسبب رفع القيود والضرائب المرتفعة على المنتجات السعودية في الدول الأوروبية وغيرها من الدول.

إلا أن من الضروري دراسة وضع كل قطاع وكل شركة من الشركات المدرجة في السوق على حدة، ودراسة التأثير المباشر لعملية الدخول على نشاطاتها، وعدم التسرع في الحكم على مدى التأثير وسرعته. على سبيل المثال، ليس صحيحاً أن الشركات الزراعية سوف تتأثر بشكل كبير بسبب سحب المعونات الحكومية عنها، وذلك لأن أنظمة التجارة العالمية لا تمنع المعونات الحكومية إذا تم استثمارها للاستهلاك الداخلي، دون التصدير، مما يعني أن الشركات الزراعية قد تستمر بالاستفادة من المعونات الحكومية (إن وجدت) لسنوات طويلة. كما أن بعض البنوك من المتوقع لها أن تندمج مع بعضها البعض لترفع من رؤوس أموالها، والبعض الآخر منها سيتميز عن البنوك الأجنبية بخبراته المحلية، خصوصاً في مجال الاستثمارات الإسلامية. ومن واقع التجربة الصينية التي دخلت منظمة التجارة العالمية في عام ٢٠٠١م، فلم يتأثر القطاع المصرفي المحلي بدخول البنوك الأجنبية، بل إن بعض البنوك الأجنبية واجهت عدداً من الصعوبات في محاولاتها لتفهم طبيعة السوق الصيني، وقد أغلق بعض منها فروعه في الصين.

أما بالنسبة لسوق الأسهم نفسه، فمن المتوقع أن يواجه نشاطاً قوياً بسبب الانفتاح ولجوء الشركات السعودية إلى طرح أسهمها للاكتتاب العام لرفع رؤوس أموالها. كذلك من المتوقع دخول المزيد من السيولة إلى السوق نتيجة السماح المتوقع للمقيمين والأجانب بامتلاك الأسهم السعودية وتداولها. وفي المقابل هناك تخوف من قيام الدولة، ممثلة في صندوق الاستثمارات العامة، ببيع أسهمها في بعض الشركات المساهمة مما قد ينتج عنه ارتفاع في كميات الأسهم المعروضة، الأمر الذي سيؤدي (إن لم يتم بعناية) إلى هبوط حاد في الأسعار.



الشكل ٣٨: مقارنة افتراضية لنمو السوق الأمريكي (مؤشر [نازداك]) لمدة ١٣ عاماً والتي تعتبر أهم انطلاقة في تاريخ الأسواق الأمريكية، ونمو مؤشر السوق السعودي لفترة ١٣ عاماً منذ منتصف ١٩٩٧م (لم تنته بعد) والتي تعتبر كذلك انطلاقة هامة في تاريخ السوق السعودي. ونرى أنه بدأ انهيار [نازداك] بعد مضي ١٠,٥ عاماً، وبلغت أدنى قيمة لمؤشر [نازداك] عام ١٩٩٠م حوالي ٣٥٠ نقطة، وصل بعدها إلى حوالي ٥٠٠٠ نقطة في أول عام ٢٠٠٠م، أي حوالي ١٤ ضعفاً. بينما السوق السعودي حقق حوالي ١٠ أضعاف منذ أدنى سعر حققه في أول عام ١٩٩٩م.

الخلاصة

في هذا الباب تحدثنا عن طبيعة السوق السعودي وكيفية عمله، وتطرقنا لبعض طرق التحليل الفني المناسبة، والتي يمكن الاستفادة منها في تحقيق نتائج جيدة في السوق السعودي. كذلك تحدثنا عن التحليل الأساسي وطرق رفع رأس المال وكيفية تحديد السعر المستهدف للعام القادم. ومن ثم أخذنا مثالاً لقائمتي الدخل والمركز المالي لإحدى الشركات كمثال لطريقة التحليل الواجب إتباعها. وتم إلقاء الضوء كذلك على أبرز جوانب التعامل في الصناديق الاستثمارية، من طريقة الاشتراك في الصندوق والبيع، إلى كيفية عمل الصناديق الإسلامية منها. وأخيراً حاولنا إعطاء نظرة مستقبلية للمسار المتوقع للأسعار في السنوات القادمة واستخدمنا في ذلك موجات إليوت من الناحية الفنية، وبعض المؤشرات الاقتصادية من الناحية الأساسية، وتطرقنا أخيراً لتأثير الدخول في منظمة التجارة العالمية على السوق السعودي.

لغة السوق

يستخدم المتداولون في السوق السعودي لغة خاصة للتعبير عن رأيهم في السوق، منها العبارات التالية:

أسهم الخشاش: ويقصد بها الأسهم المتدنية السعر، ضعيفة المبيعات، كثيرة الخسائر.

متعلق ومعلق: يقولها الشخص الذي اشترى أسهماً بسعر مرتفع وانخفضت بقوة فلم يستطع التخلص منها دون تحقيق خسارة كبيرة، فيكون متعلقاً بها.

مرجف وإرجاف: المرجف هو الشخص الذي يقوم بتخويف الناس من حدة الارتفاع الحاصل، فهو يمارس الإرجاف إما لتخوفه المفرط أو لتخويف الناس ليبيعوا أسهمهم وبالتالي يقوم هو بالشراء.

مطبّل وتطبيل: المطبّل هو الشخص الذي يكثر من مدح سهم هو في الغالب يملكه، فتجده يطبل كثيراً للسهم عله يرتفع!

سحب من العرض: وصف لقوة الشراء الحاصلة لسهم ما حينما تأتي الصفقات نتيجة الشراء (الأخذ من العرض)، ويقال أحياناً إن المضارب الفلاني "يلهط" كل المعروض.

تدوير: التدوير هو مراوحة السهم في منطقة ضيقة إما كأمر طبيعي نتيجة تعادل قوى البيع والشراء، أو لوجود من يُعتقد بأنه يتحكم في السهم فيبقيه في هذه المنطقة.

سياسة القطيع: هي وصف لعملية اتخاذ جموع المتعاملين للقرار نفسه، فيشترون سوياً ويبيعون سوياً، وهي واحدة من طرق المضاربة المعروفة بطريقة الاندفاع أو الـ momentum.

رش: هي وصف لعملية البيع التي تتم بكميات كبيرة بحيث يقوم البائع بالتخلص من أسهمه بقذفها على الواقفين في صف الطلب.

تجميع وتصريف: التجميع هو شراء السهم من قبل كبار المستثمرين على دفعات تجنباً لاضطراب السعر، والتصريف هو البيع على دفعات بهدف التخلص من السهم.

تصحيح: التصحيح هو عملية إعادة مسار السهم (أو السوق ككل) إلى مساره الطبيعي بعد أن يكون قد وصل إلى مستويات عالية جداً.

سهم نسبه: يقصد به السهم المتوقع له أن يحقق ارتفاعاً بالنسبة القصوى.

هامور وهوامير: الهامور هو المستثمر أو المضارب الكبير الذي له تأثير كبير على السهم.

أسهم عوائد وأسهم قيادية: هي أسهم الشركات الكبيرة ذات المكانة المالية القوية.

حطب السوق: تعبير خبيث يُقصد به صغار المستثمرين الذين يقوم السوق على أكتافهم، ويكونون بذلك ضحية الهبوط حين يحدث، فهم الحطب الذي يشعل النار.

توصيات

تميز الاقتصاد السعودي بالنمو القوي خلال السنوات القليلة الماضية، نتيجة الإرتفاع الحاد لأسعار البترول من ناحية ومن ناحية أخرى كنتيجة حتمية لعدد من الاصلاحات الاقتصادية التي بدأت تؤتي ثمارها. وبلا شك إن التحسن الملحوظ في عمل سوق الأسهم السعودي والضوابط التي تديره قد جاء ليمنح الثقة في الشركات السعودية ويفتح قنوات جديدة للاستثمار ويسهم في دعم الاقتصاد الوطني. وبالرغم من حجم الانجازات التي تحققت إلا أن المستثمر لا يزال يطمح بالمزيد من التطوير والعمل على إزالة جميع المعوقات، بدءاً بتطبيق جميع أوجه نظام السوق المالية، ودعم شركات الوساطة الجديدة أمام المنافسين الحاليين، إلى جانب تنظيم عمل صناديق الاستثمار، وتفعيل أوامر التداول المتقدمة، وما إلى ذلك.

فيما يلي استعراض لأهم التوصيات الموجهة لجميع من له اهتمام بسوق الأسهم السعودية، خاصة المسئولين ومتخذي القرار في كل من هيئة السوق المالية ومؤسسة النقد العربي السعودي ووزارتي المالية والتجارة والصناعة على أمل أن يجدوا فيما يعرض هنا من ملاحظات واقتراحات فائدة ولو بسيطة، وأن تسهم هذه التوصيات في تطوير السوق ودفعه إلى المزيد من التقدم والنجاح.

١. **لا تزال هناك حاجة ماسة لدعم البنية الأساسية للسوق من خلال إعداد كافة اللوائح التنفيذية لنظام السوق المالية وتطبيقها سعياً لتحقيق جميع أهداف النظام، ويشمل ذلك وضع المعايير اللازمة لقصر عملية إدراج الشركات المساهمة على الشركات ذات السمعة الجيدة والمكانة الاقتصادية القوية، والتركيز على زيادة مستوى الإفصاح عند الاكتتاب.**

٢. **المسارعة في تنظيم عمل الصناديق الاستثمارية، وتوفير المزيد من الشفافية عن أدائها وطريقة عملها وما يحكمها من ضوابط وقوانين، وكيفية احتساب سعر الوحدة فيها، وطريقة حساب مصروفات الصندوق، وغيرها، وذلك نظراً لضخامة حجم هذه الصناديق وما تحتويه من أموال. ومن الضروري متابعة أي محاولات للقيام بعمليات التداول الاستباقية Front Running، والتي من خلالها يستطيع شخص لديه معرفة بتوجهات الصندوق البيع أو الشراء قبل قيام الصندوق بذلك.**

٣. **لا تزال أسعار العمولة مرتفعة جداً مقارنة بما هو معمول به عالمياً، الأمر الذي له تأثير سلبي على مستوى السيولة وفيه ضرر كبير على المتعاملين، حيث من المعروف أن البنوك في المملكة يمنحون**

كبار المتعاملين، دون صغارهم، معدلات عمولة متدنية، تصل أحياناً إلى أكثر من ٧٥% من رسوم العمولة الرسمية.

٤. لا يزال الحد الأدنى لتغير الأسعار كبيراً جداً مقارنة بما هو معمول به عالمياً، هذا بالرغم من تخفيضه من ريال واحد إلى ٢٥ هللة حالياً، والأفضل خفضه إلى هللة واحدة لتشجيع السيولة وتقليص تكلفة التداول على المتعاملين في السوق.

٥. لا بد من النظر في إضافة بعض الأوامر المتقدمة مثل أوامر إيقاف الخسارة، وتحديد أقل كمية للتنفيذ، وتحديد الكمية المعلنة، وجعل هذه الأوامر في متناول الجميع، راجع شرح أنواع الأوامر في صفحة ١١٣.

٦. لا بد من النظر في إمكانية إدخال أمر البيع المسبق (أمر شورت)، أو إيجاد أوامر تداول تقوم مقامه، وذلك من أجل جعل السوق في حالة توازن دائم ولمنع جنوح الأسعار إلى مستويات عالية غير مقبولة من ناحية، ومن ناحية أخرى للنهوض بالأسعار بعد فترات هبوط حادة، راجع شرح الفكرة ابتداءً من صفحة ١٠١.

٧. هناك حاجة ماسة لإيجاد صنّاع للسوق يعملون فيه بشكل رسمي، ويحصلون على ترخيص من الهيئة ويلتزمون بالشروط والضوابط اللازمة لمد السوق بالسيولة الكافية في كل الأوقات، ونشر العدالة فيه وتحصينه ضد التلاعب والسيطرة.

٨. يجب على الفور إبطال الإجراء المتبع حالياً، والمتمثل بإلغاء الأوامر المفتوحة في نهاية كل يوم، والمخالف للطريقة التي صُمم على أساسها نظام التداول، مما يضطر المتعاملين إلى إعادة إدخال أوامرهم في كل يوم. وهذا الإجراء الحالي يؤدي في واقع الأمر إلى سحب السيولة من السوق، ولا يساعد على إيجاد سوق قوي قادر على امتصاص أوامر البيع والشراء الطارئة.

٩. تحتاج عملية إدارة أحقية الأسهم بعد إجراء تغيرات في رأس المال أو في هيكل الشركة المالي إلى تنظيم معين يمنع اللبس والتشويش وضياع حقوق المستثمرين. على سبيل المثال، عند إعلان رفع رأس المال يمكن إصدار أسهم إضافية تُعطى رمزاً جديداً ويمكن تداولها كبقية الأسهم في السوق، راجع شرح هذه الفكرة في صفحة ٥٢٨.

١٠. من الضروري أن توحد صيغة الإعلانات الرسمية الخاصة بالشركات، بحيث يتضح من إعلان نتائج أعمال الشركة مقدار الأرباح التشغيلية وغير التشغيلية، وتوضح جميع الأرقام مقارنة بالفصل السابق

والفصل المقابل من العام الماضي. ومن الواجب كذلك استخدام صيغ موحدة لبقية الإعلانات مثل رفع رأس المال، وصرف الأرباح وغيرها.

١١. إعادة النظر في عملية تخصيص أسهم الاكتتاب، بحيث تتم مراعاة صغار المستثمرين والمحتاجين أكثر من كبار المستثمرين والمقتدرين، راجع شرح هذا الاقتراح في صفحة ٤٨٧، وكذلك النظر في إيجاد عملية توازن بين نسبة ما يحصل عليه المؤسسون وما يحصل عليه بقية الناس.

١٢. يجب على هيئة السوق المالية منع الشركات التي ستطرح أسهمها في السوق من الإعلان عن الطرح بأساليب تسويقية تجارية، والاكتفاء بما هو مذكور في نشرة الاكتتاب. راجع ما ذكر عن طرح الأسهم في الولايات المتحدة (صفحة ٨٦) وأهمية فترة الهدوء Quiet Period.

١٣. هناك حاجة لقيام النظام الآلي لمعلومات الأسهم (تداول) بتعديل أسعار الأسهم التاريخية عقب كل عملية محاسبية تقوم بها الشركة المساهمة، كما هو متبع في الأسهم الدولية، بحيث تكون الأسعار التاريخية الصادرة من (تداول) أسعار رسمية دقيقة وشاملة وصحيحة، تأخذ في الحسبان تغير سعر السهم بعد رفع رأس المال وخفضه، وبعد التجزئة، وبعد دفع الأرباح الموزعة وما إلى ذلك.

١٤. يفضل أن تكون الأسعار الظاهرة في موقع تداول فورية بدلاً من تأخيرها لمدة خمس دقائق، والتي حسب علمنا عُملت بهذا الشكل لكون الأسعار الفورية تباع فقط للشركات المتخصصة والوسطاء. إلاّ أن ذلك لا يؤثر كثيراً على تجارة هذه الشركات المتخصصة لأن عملها يقوم على نشر معلومات فنية ومالية كثيرة ودعم المتداولين بطرق عديدة، وليس فقط عن طريق بث الأسعار الفورية.

خاتمة

أخيراً ها نحن قد وصلنا إلى نهاية المطاف بعد رحلة طويلة في عالم الاستثمار، وأبارك للقارئ مواصلته القراءة ووصوله إلى هذه النقطة. وفي تقديري إن أقل ما يمكن أن يخرج به القارئ هو المعرفة العامة والشاملة للاستثمار، لاسيما الاستثمار في الأسهم.

إن الاستثمار في الأسهم لا يختلف عن أي تجارة أخرى من حيث خطورته وحجم العائد المتوقع منه. فمن أكثر الأخطاء شيوعاً في أسواق الأسهم تفشي ظاهرة المجازفة غير المدروسة. فالمجازفة ضرورية لتحقيق أي ربح مجز في سوق الأسهم، ولكن يجب أن يكون الشخص على إدراك بحجم المجازفة التي يقوم بها. فالمستثمر الحذر يقيس نسبة المجازفة مقابل العائد الذي يسعى إليه، ويسعى جاهداً إلى الحفاظ على رأس ماله قدر الامكان. إن الطريقة الوحيدة المتفق عليها لتحقيق ربح غير عادي في سوق الأسهم تتم بالقبول بنسبة مجازفة غير عادية، وذلك وفقاً لفرضية كفاءة السوق. إلا أن الكثير من المستثمرين يسعون لتحقيق ربح غير عادي، متناسين أنهم بالضرورة مجازفين بشكل أكبر من عادي. ولا بأس في ذلك، بل إن هذا هو الطريق الصحيح لتحقيق أرباح مجزية، ولكن يجب ألا يتم ذلك بالاقتراض الطائش ولا أن يكون بالمجازفة بقدر من المال أكبر مما يستطيع الشخص أن يتحمل.

إن من أكبر الأخطاء التي يقع فيها المستثمر الجديد عدم إدراك أبسط المفاهيم الخاصة بعلم الإحصاء تلك المعنية بدراسة حساب الاحتمالية (Probability). فكون الشخص قام بشراء سهم بسعر معين وباعه بسعر أعلى في اليوم التالي لا يعني أن الشخص قد توصل إلى درب الثراء المؤكد وتملّك مفاتيحه السحرية، بل عليه التساؤل عن مدى احتمال خروجه غانماً في نهاية المطاف. إن من يتعامل في ألعاب القمار يضع ١٠ آلاف دولار على طاولة اللعبة ليجد خلال ثوان قليلة أنه ربح فوق ذلك مبلغ ١٠ آلاف دولار، هذا بالرغم من أنه معروف بشكل قاطع أن احتمال الفوز يعود في نهاية الأمر لصف دار القمار وضد المقامر. فيجب الانتباه إلى عدم جعل الاستثمار والمضاربة ضرب من ضروب القمار، ولكن لا بأس من المضاربة المدروسة وتلك التي يتم فيها التعامل بطرق

التحليل الفني السليمة، واستخدام عقود الخيار والعقود الآجلة، مع الالتزام بنظام صارم للدخول والخروج من الأسهم وعدم القفز من طريقة لأخرى، والتأكد دائما من التحكم السليم برأس المال.

وقبل أن يفكر الشخص بتحقيق أي ربح عليه أن يتخلص من الأخطاء الشائعة التي قد تكلفه مبالغ كبيرة، كالدخول والخروج من السوق في الأوقات الخاطئة، والاستماع لآراء واجتهادات خاطئة بل وأحياناً مضللة، وعدم الفهم السليم لما يدور في السوق من أحداث وتطورات. ومن ثم على الشخص معرفة الأسس الصحيحة لتنمية رأس المال ومعرفة العوائد الممكنة من تلك الغير ممكنة.

مع تمنياتي لكم جميعاً بدوام الصحة والثراء.

المؤلف



مصطلحات

مصطلحات

A

Accounts Payable	حسابات قيد الدفع
مبالغ على الشركة دفعها خلال فترة قصيرة.	
Accounts Receivable	حسابات قيد التحصيل
مبالغ على المشترين دفعها للشركة خلال فترة قصيرة.	
Acid Test Ratio	انظر Quick Ratio
ADRS American Depository Receipts	إيصالات الإيداع الأمريكية
أسهم شركات أجنبية يتم تداولها في الأسواق الأمريكية بالدولار وتتوفر معلومات كاملة عنها، وتعتبر أسهل طريقة لتداول الأسهم الدولية دون التعامل في الأسواق الدولية.	
All-or-none	خاصية الكل أو لا شيء
تستعمل في التداول لتجنب بيع أو شراء كمية أقل من المطلوب.	
Amortization	تقسيم التكلفة
شبيهة بفكرة الاستهلاك Depreciation تستخدم في تقسيم التكلفة الرأسمالية على سنوات بدلاً من احتسابها كتكلفة واحدة مرة واحدة.	
Annuity	السنوية أو الأنيوتي
مبلغ معين وثابت يدفع بشكل متكرر لأغراض استثمارية، يقدم غالباً عن طريق شركات التأمين.	
Antitrust laws	قوانين تنظيم المنافسة
قوانين صادرة من الحكومة الفدرالية لمنع الاحتكار وتنظيم المنافسة في البلاد.	
Arbitrage	آربيتراج (أو موازنة الأسعار)
طريقة مالية متقدمة تمارس من قبل المحترفين للاستفادة من فارق السعر بين أدوات استثمار مختلفة أو بين أسواق مختلفة، راجع الصفحة ٤٤١، لمثال عليها.	
Ask	سعر العرض

السعر الذي به يتم به الشراء من قبل المستثمر في الأسواق المالية، انظر كذلك Bid.

أصول	Asset
الأصول أو الموجودات لشركة ما، مثل النقد والأجهزة والمباني وغيرها، انظر كذلك Liability.	
لعبة أصول	Asset Play
شركة يعتبر سعرها قليلاً مقارنة بما لديها من أصول وتكون جذابة لمن يكتشفها.	
بسعر السوق	At Market
البيع أو الشراء بالسعر الحالي للأداة الاستثمارية.	

B

عمولة بالمؤخر	Back-end Load
رسم عمولة تفرضه بعض صناديق الاستثمار عند قيام المستثمر ببيع ما لديه من حصص في الصندوق، وغالباً ما يكون الرسم عالياً في السنة الأولى ويتناقص مع مرور الوقت إلى أن يتلاشى بعد عدة سنوات.	
الميزان التجاري	Balance of Trade
صافي العمليات التجارية بين الدولة والعالم الخارجي يمثل الفارق بين مقدار الصادرات والواردات.	
قائمة المركز المالي	Balance Sheet
أو الميزانية العمومية، والتي يتم فيها جرد كامل الأصول والخصوم للشركة.	
الإفلاس	Bankruptcy
عدم قدرة المنشأة التجارية على القيام بمهامها لعدم توفر المال الكافي، راجع الصفحة ٤٣٣.	
إفلاس البند رقم ١١	Bankruptcy: Chapter 11
إفلاس شكلي لمنشأة تجارية، بغرض إعادة الهيكلة وتنظيم شؤون الشركة، بينما تواصل الشركة عملها.	
إفلاس البند رقم ٧	Bankruptcy: Chapter 7
إفلاس فعلي لمنشأة تجارية، حيث تتم تصفية الأصول وتسديد الديون.	
نقطة القياس	Basis point
أصغر وحدة لقياس معدل الفائدة للسندات، حيث تتم قسمة كل واحد بالمائة إلى ١٠٠ نقطة. عندما يرفع البنك المركزي معدل الفائدة ٠,٥٠٪ فإنه يرفعها ٥٠ نقطة قياس.	
سوق دببة	Bear Market
انخفاض متواصل للأسعار على فترة طويلة كأشهر أو حتى بضع سنوات - عكسها Bull Market.	

مقياس مرجعي	Benchmark

عندما يعتبر أداء عدد معين من الأسهم (أو غيرها من الوسائل) مقياساً لمقارنة أداء أسهم أخرى، فإن هذا العدد المعين من الأسهم يعتبر مقياساً مرجعياً (Benchmark).

مقياس بيتا	Beta

مقياس لتغير سعر سهم (أو أداة أخرى) مقارنة بسعر السوق (أو أي شيء آخر). تعني القيمة ١,٠٠ أن السهم يتحرك بنفس النسبة التي يتحرك فيها السوق بشكل عام. مثال: القيمة ١,٥٠ تعني أن السعر يرتفع وينخفض بنسبة ٥٠% إذا ارتفع أو انخفض السوق بنسبة ٥٠%، راجع الصفحة ٣١٣.

مكتب التجارة الحسنة	Better Business Bureau (BBB)

هيئة حكومية تهتم بمشاكل المستهلكين مع المنشآت التجارية، عنوانه: http://www.bbb.org.

سعر الطلب	Bid

السعر الذي يتم به البيع من قبل المستثمر في الأسواق المالية. انظر Ask.

السندات	Bonds

أداة استثمارية يقوم المقترض (غالباً شركة أو جهة حكومية) بإصدارها ويحصل بالمقابل على مبلغ من المال عليه إعادته في وقت معين في المستقبل، إضافة إلى دفع قيمة معينة بشكل دوري (عادة كل عام أو كل ستة أشهر) هي عبارة عن الفائدة على المبلغ الذي تم إقراضه للمستثمر.

القيمة الدفترية	Book Value

مقياس مالي يحسب بطرح إجمالي الخصوم من إجمالي الأصول، ويساوي ملكية حملة الأسهم، راجع الصفحة ١٩٠.

المتصفح	Browser

برنامج تصفح الإنترنت والانتقال من موقع لآخر.

سوق الثيران	Bull Market

ارتفاع متواصل للأسعار على فترة طويلة كأشهر أو حتى بضع سنوات – عكسها Bear Market.

لوحة الإعلانات	Bulletin Board

سوق للأسهم الصغيرة غير المسجلة في الأسواق الكبيرة.

القوة الشرائية	Buying Power

مقدار ما يمكن للمستثمر أن يشتريه حسب حجم حسابه، من نقد وأسهم ممكن الاقتراض على أساسها.

C

Call Option	عقد خيار الشراء

عقد خيار يستفيد منه المشتري عند ارتفاع السعر، ويحصل البائع من خلاله على مبلغ من المال مقابل الالتزام ببيع عدد من الأسهم متى ما أراد مشتري العقد ذلك.

Capital Gain/Loss	الكسب/الخسارة

الربح أو الخسارة المتحققة من التداول. إذا اشتريت سهماً بمبلغ ٥٠ دولاراً وبعته لاحقاً بمبلغ ٦٠ دولاراً، يصبح لديك ربح (Capital Gain) بمقدار ١٠ دولارات.

Certificate of Deposit	شهادة إيداع

ورقة مالية تشترى من البنوك يحدد فيها مبلغ فائدة مستحقة بعد فترة معينة، راجع الصفحة ٤٣.

Circuit breakers	إجراءات قطع الخط

أنظمة تصدرها الجهات القائمة على تنظيم عمل الأسواق المالية للحد من خطورة تدهور الأسعار وذلك بإيقاف التداول لفترة معينة إلى أن يهدأ السوق، راجع الصفحة ٧٠.

Clearinghouse	بيت المقاصة (التخليص المالي)

مؤسسة مالية تقوم بتسوية العمليات المالية بين الأطراف المعنية. في الأسهم تقوم المؤسسة بإدارة شهادات الأسهم وإرسال التقارير السنوية لمالكي الأسهم.

Closed-end Fund	صناديق استثمارية مغلقة

نوع من أنواع الصناديق الاستثمارية التي لا يتغير فيها عدد الحصص بعد الإصدار (إلا نادراً)، راجع الصفحة ٣٤٣.

Commodity	سلعة

منتج زراعي أو معدني كالذهب والحديد، وما إلى ذلك، يتم تداوله في السوق الآجل.

Common Stock	سهم عادي

حصة من ملكية شركة ما يأتي نتيجة تقسيم ملكية الشركة إلى عدة حصص، كل حصة تعتبر سهماً واحداً.
انظر Preferred Stock

Compounding	القوة التراكمية

النمو المتضاعف لرأس المال نتيجة الفائدة المتحققة أو ارتفاع سعر السهم بنسبة معينة لعدة مرات.

Consumer Price Index	مؤشر تكلفة المعيشة

مؤشر اقتصادي يبين مدى ارتفاع الأسعار من فترة لفترة، ويفيد في معرفة توجه تضخم الأسعار، راجع

الصفحة ٢١٠.

Cookie — **بيانات المستخدم**

البيانات الخاصة بالمستخدم والتي يتم تخزينها في جهاز المستخدم من قبل المزود (Server) الذي تمت زيارته وذلك من أجل تسهيل الاستخدام وتسريعه في المرات القادمة.

Covered Options — **عقود خيار مغطاة**

بيع عقود الخيار وشراؤها نقداً أو بوجود أسهم مقابلة لها في الحساب، عكس Naked Options.

Crossed Shares — **أسهم ممررة**

كمية كبيرة من الأسهم تباع من جهة معينة لجهة أخرى لا تخضع للسعر الحالي للعرض والطلب، لذا فإنه يتم تمريرها من خلال الأخصائي للمشتري بسعر معين.

Cup-with-handle — **نموذج فنجان بعروة**

الشكل الذي يتخذه مسار سعر السهم، أو أي أداة استثمارية أخرى، والذي يعتبر من المؤشرات الايجابية لشراء السهم في ذلك الوقت، راجع الصفحة ٢٥٥.

Current Ratio — **مركّب السيولة الجارية**

مركّب يقيس مدى قدرة الشركة على سداد ديونها الجارية، ويحسب بقسمة الأصول الجارية على الخصوم الجارية، راجع الصفحة ١٧٨.

Cut and Paste — **القص واللصق**

طريقة لنسخ معلومة ما من مكان وإلصاقها في مكان آخر. مثلاً نسخ معلومات عن شركة ما من موقع على الإنترنت وحفظها في جهاز المستخدم، راجع الصفحة ٣٠٢.

Cyclical Stocks — **الأسهم الدورية**

هي تلك التي تخص الشركات التي تكون مبيعاتها مرتفعة في بعض المواسم ومنخفضة في مواسم أخرى، أو تلك التي تتأثر فوراً بالحالة الاقتصادية كشركات السيارات وشركات المنتجات الورقية والشركات العاملة في قطاع العقار.

D

Daily Volume — **كمية التداول اليومية**

مقدار التداول اليومي للأسهم وغيرها من الأدوات الاستثمارية.

Day Only — **صفقة ليوم فقط**

خاصية عامل الوقت، تستعمل في التداول وتحدد تنفيذ الطلب خلال يوم واحد فقط.

التداول اليومي	Day Trading
الشراء والبيع عدة مرات خلال اليوم الواحد لمحاولة تحقيق ربح بسيط في كل عملية، ويعتبر من أخطر طرق المضاربة.	
دين	Debt
ما تم اقتراضه من مبالغ مالية من قبل شخص أو شركة، بما في ذلك السندات وغيرها.	
مركّب المديونية/ الملكية	Debt/Equity
مركّب يقيس مقدار ديون الشركة بملكية حملة الأسهم، ويدل على مدى المديونية لدى الشركة، راجع الصفحة ١٨٤.	
عدم القدرة على الدفع	Default
عدم قدرة شخص أو جهة ما على دفع الفائدة أو الأقساط المستحقة لقرض أو لسند.	
العرض والطلب	Demand and Supply
تحديد الأسعار عن طريق قوى العرض والطلب على سلعة ما أو أداة استثمارية معينة، راجع الصفحة ٦٤.	
تكلفة الاستهلاك	Depreciation
الاستهلاك كتكلفة مالية تخصم من قيمة الأصل نتيجة الاستعمال وتقادم الوقت، راجع الصفحة ١٥٦.	
وسيط التكلفة المنخفضة	Discount Broker
وسيط أو سمسار مالي عادة لا يقدم نصحاً أو مشورة للمستثمر، فقط تنفيذ أوامر التداول.	
سعر الخصم	Discount Rate
تكلفة الفائدة التي تقوم البنوك بدفعها للبنك المركزي متى ما أرادت أن تقترض مبلغاً من المال، لأسباب طارئة وبحد قليل نسبياً، راجع الصفحة ٢٠٧.	
تنويع الاستثمار	Diversification
الاستثمار في أدوات استثمارية مختلفة، أو في أسهم من قطاعات مختلفة، بهدف تقليل نسبة المخاطرة.	
تاريخ إعلان الأرباح الموزعة	Dividend Declaration Date
اليوم الذي يعلن فيه عن عزم الشركة على توزيع نسبة من الأرباح على حملة الأسهم.	
تاريخ استحقاق الأرباح الموزعة	Dividend On Record Date
آخر يوم يحق لحامل السهم الحصول على حصة السهم من الأرباح الموزعة.	
تاريخ دفع الأرباح الموزعة	Dividend Payment Date
اليوم الذي تدفع فيه الأرباح الموزعة لمن كان يملك السهم حسب تاريخ Record Date.	

Dividend Payout Ratio	نسبة توزيع الأرباح
نسبة ما يوزع من أرباح الشركة، فإذا كان الربح مليون دولار وكانت نسبة التوزيع ٥٠% تقوم الشركة بتوزيع نصف مليون دولار على حملة الأسهم.	
Dividend Re-Investment Plan (DRIP)	برنامج إعادة استثمار الأرباح
برنامج تقدمه بعض الشركات للمستثمرين، بحيث تقوم الشركة ببيع المستثمر مزيداً من الأسهم (أحياناً بسعر أفضل من سعر السوق) بدلاً من دفع الأرباح له بشكل نقدي.	
Dividends	أرباح موزعة
الأرباح الموزعة لحملة الأسهم العادية.	
Dollar Cost Averaging	الشراء أو البيع بتكلفة متوسطة
طريقة لشراء الأسهم أو بيعها في أوقات مختلفة لتحقيق متوسط سعر مناسب. بدلاً من شراء ١٠٠٠ سهم بسعر ٥٥ دولاراً مرة واحدة، يقوم الشخص بشراء ٢٠٠ سهم بسعر ٥٥ دولاراً و٢٠٠ أخرى بسعر ٥٠ دولاراً، وأخرى لاحقاً ربما بسعر ٤٧ دولاراً، وهكذا إلى أن يتم شراء ١٠٠٠ سهم، ربما بمعدل ٤٨ دولاراً للسهم.	
Don't Fight the Fed	لا تحارب البنك المركزي
اصطلاح يقصد به تحذير المستثمر من السير عكس توجهات البنك المركزي. فإذا قام البنك بتخفيض معدل الفائدة فإن ذلك من المتوقع أن يؤدي إلى ارتفاع الأسهم، ومن الخطأ مخالفة ذلك ببيع الأسهم، أو تجنبها.	
Don't Fight the Trend	لا تحارب الاتجاه
اصطلاح يقصد به تحذير المستثمر من السير عكس الاتجاه العام للسهم أو السوق. فإذا كانت المؤشرات الفنية تشير إلى هبوط في الأسعار، فالأفضل عدم مخالفة هذا التوجه.	
Dow Jones Industrials Average (DJIA)	مؤشر [داو جونز] الصناعي
مؤشر السوق الأمريكي المعروف والذي يختصر سعر ثلاثين شركة كبيرة في رقم واحد ويفيد في معرفة حالة السوق بشكل عام.	
Download	إنزال البيانات
إنزال بيانات عن طريق شبكة الكمبيوتر، كالإنترنت، إلى جهاز الكمبيوتر الشخصي.	
E	
Earnings	أرباح الشركة

الأرباح المتحققة نتيجة خصم كامل المصروفات من صافي المبيعات.

ربح السهم الواحد	Earnings Per Share (EPS)

يحسب بقسمة الأرباح على عدد الأسهم المصدرة.

مصطلح EBITDA	EBITDA Earnings before Interest, Taxes, and Depreciation Accumulated.

مصطلح يعني الأرباح قبل تكلفة الفائدة والضرائب والاستهلاك المتراكم.

نظام إدجار	EDGAR

نظام إلكتروني يستخدم من قبل SEC لتخزين ونقل البيانات المالية بواسطة الكمبيوتر والشبكات.

فرضية كفاءة السوق	Efficient Market Hypothesis

فرضية تقول بأن الأسعار الحالية للأسهم (وغيرها من الأدوات الاستثمارية) تحتوي على كل ما يعرف عن الشركة من معلومات، وأنه لا مجال لتحقيق ربح أعلى من الربح الممكن عن طريق الاستثمار في أسهم السوق بشكل عام، راجع الصفحة ١٣٨.

الملكية	Equity

مقدار ملكية الشخص في شيء ما، على سبيل المثال قد تكون ملكية مستثمر ما ٧٠٪ من مجمل الأسهم لدى الوسيط، و ٣٠٪ تكون ملكاً للوسيط.

عقد خيار أوروبي	European-style option

عقد خيار يعمل على الطريقة الأوروبية، بحيث لا يمكن تنفيذه (أي بيع أو شراء الأصل) قبل تاريخ التنفيذ، وذلك عكس عقد الخيار العادي (American-style option) الذي يمكن تنفيذه في أي وقت.

تاريخ انتهاء إمكانية الحصول على أرباح موزعة	Ex-Dividend Date

آخر تاريخ يحق لحامل السهم الحصول فيه على حصة السهم من الأرباح الموزعة، ويؤخذ في الاعتبار عدد الأيام اللازمة لركود العملية (Settlement Date). فإذا اشتريت السهم ثلاثة أيام أو أكثر قبل تاريخ الاستحقاق (Record Date) يحق لك الحصول على حصة السهم من الأرباح الموزعة.

تنفيذ عقد الخيار	Exercise (option)

التنفيذ عن طريق حصول المستثمر على الأسهم التي بني عليها العقد (في حالة عقد الشراء) أو بيع الأسهم التي بني عليها العقد (في حالة عقد البيع).

التداول في سوق الساعات الإضافية	Extended-hours Trading

تداول الأسهم بين الساعة ٧:٣٠ صباحاً حتى ٩:١٥ صباحاً ومن ٤:١٥ مساءً حتى ٧ مساءً، راجع الصفحة ١٠٧.

F

Fair value	القيمة العادلة

قيمة العقد المستقبلي بعد أخذ عنصر الوقت وتكلفة التخزين في الاعتبار، راجع الصفحة ٤٢٠.

Fed	البنك المركزي الأمريكي

الجهة التي تتحكم بعرض النقود في البلاد، وتشرف على البنوك في أمريكا.

Fed Call	استدعاء فدرالي

استدعاء يأتي حسب أنظمة البنك المركزي، يجب فيه رفع قيمة حساب المستثمر بواسطة الدفع المباشر، أو بإضافة أسهم من حساب آخر. لا يمكن الاستجابة لهذا الاستدعاء ببيع بعض الأسهم من الحساب.

Fed Funds Rate	سعر التمويل الفدرالي

معدل الفائدة الذي يمكن للبنوك التجارية الاقتراض به من البنك المركزي.

Fill-or-kill (FOK)	التنفيذ أو الإلغاء الفوري

خاصية تستعمل مع أوامر البيع والشراء لتنفيذ الطلب (كاملاً أو أي جزء منه) فوراً أو إلغائه.

Financial Planning	التخطيط المالي

التخطيط لبناء مستقبل الشخص المالي يعتمد على مفاهيم مالية ويتطلب قدراً كافياً من الوعي عند الفرد.

Fiscal Year	السنة المالية

العام المالي المتبع من قبل الشركة، والذي قد يختلف عن العام الميلادي.

Front-end Load	عمولة بالمقدم

رسم عمولة تفرضه بعض صناديق الاستثمار عند الشراء، لا يتجاوز ٨,٥% نظاماً.

Full-service Broker	وسيط الخدمة الكاملة

وسيط مالي يقدم النصح والمشورة للمستثمر.

Fundamental Analysis	التحليل الأساسي للأسهم

طرق تحليلية لدراسة وضع الشركات وتحليل أدائها من خلال تحليل المركز المالي والمؤشرات المالية المختلفة، وهو يختلف عن التحليل الفني Technical Analysis.

Future Value	القيمة المستقبلية

قيمة مبلغ من المال في المستقبل على فرض أن المبلغ ينمو بنسبة معينة.

Futures	العقود الآجلة

عقود مستقبلية (آجلة) لسلع وأوراق مالية يتم تداولها في أسواق مخصصة لذلك، تستخدم لأغراض المضاربة والحماية من تقلب الأسعار.

G

ربح/خسارة	**Gain/Loss**

ربح أو خسارة لعملية ما أو لاستثمار ما.

تعويم الشركة	**Going Public**

طرح أسهم شركة ما في سوق الأسهم ونقلها من شركة خاصة لشركة عامة.

ساري المفعول حتى إشعار آخر	**Good-till-cancelled**

خاصية الوقت في أوامر الشراء، تستعمل لجعل الأمر ساري المفعول حتى إشعار آخر. عادة يلغى الأمر بعد ثلاثة أشهر، أو حسب الطريقة المتبعة من قبل الوسيط.

فترة السماح	**Grace Period**

فترة من الوقت يمكن للمقترض دفع القسط فيها دون دفع غرامة تأخير.

الناتج المحلي الإجمالي	**Gross Domestic Product (GDP)**

القيمة الإجمالية لجميع ما ينتجه الاقتصاد في عام واحد، ولا يشمل قيمة ما يتم إنتاجه خارج البلاد، انظر GNP، وراجع الصفحة ١٩٩.

الناتج القومي الإجمالي	**Gross National Product (GNP)**

القيمة الإجمالية لجميع ما ينتجه الاقتصاد في عام واحد، ولا يشمل قيمة ما يتم إنتاجه داخل البلاد من قبل الشركات الأجنبية، انظر GDP.

H

العملة القوية (الصعبة)	**Hard currency**

عملة إحدى الدول القوية كالولايات المتحدة واليابان، تسمى خطئاً بالعملة الصعبة (ترجمة لكلمة hard)، تتميز بأنها عالية السيولة وسعر صرفها لا يتغير بشكل كبير.

نموذج الرأس والكتفين	**Head-and-shoulders**

الشكل الذي يتخذه مسار سعر السهم، أو أي أداة استثمارية أخرى، والذي يعتبر من المؤشرات السلبية، حيث إن ظهور الشكل يعني احتمال هبوط السهم. والشكل الايجابي هو النموذج نفسه ولكن بشكل مقلوب، راجع الصفحة ٢٤٠.

Hedge	التحوط

طريقة لحماية الاستثمار بتنفيذ عملية معاكسة، بحيث إذا انخفضت قيمة الاستثمار الأصلي ارتفعت قيمة الاستثمار الجديد بمقدار يغطي قيمة الانخفاض.

Hostile Takeover	الاستحواذ العدواني

قيام جهة ما بشراء شركة عامة رغماً عن إدارتها وذلك بشراء عدد كبير من أسهم الشركة من المساهمين من أجل الإطاحة بالإدارة الحالية والتصرف بالشركة بطريقتها الخاصة، راجع الصفحة ٨٥.

House Call	انظر Maintenance Call.



Income Statement	قائمة الدخل

قائمة بيانات مالية تشمل المبيعات والمصروفات وصافي الربح أو الخسارة، راجع الصفحة ١٦٠.

Index Funds	صناديق المؤشرات

صناديق استثمارية تستثمر في أسهم المؤشرات المختلفة، كمؤشر [داو جونز]، راجع الصفحة ٣٤٧.

Inflation	التضخم

الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار.

Initial Public Offering (IPO)	الطرح الأولي للأسهم

أو الاكتتاب الأولي، والذي عن طريقه يتم طرح أسهم شركة ما لأول مرة في السوق، راجع الصفحة ٨٥.

Insider Information	معلومات داخلية

معلومات عن الشركة لا يعلمها عامة الناس، والتي يمنع القانون محاولة الاستفادة منها في تداول الأسهم. بالرغم من ذلك فهي تحدث باستمرار، وهناك طرق كثيرة يستطيع من لديه معلومة معينة أن يبيع ويشتري بناء عليها من غير أن يتم اكتشافه من قبل SEC، راجع الصفحة ٣١٣.

Insider Trading	تداول من لهم علاقة بالشركة

عمليات البيع أو الشراء من قبل من لهم علاقة بالشركة مثل كبار المستثمرين وموظفي الشركة، وهذه العمليات يستفاد منها في معرفة توجه من لهم علاقة بالشركة. ويلزم القانون هؤلاء الأشخاص بتعبئة نموذج معين خلال فترة قصيرة من قيامهم بالعملية لاطلاع عامة المستثمرين بما تم إجراؤه.

Insiders	من لهم علاقة بالشركة

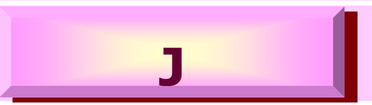
الأشخاص العاملون في الشركة أو من كبار المستثمرين وأولئك الذين لهم صلة نظامية قوية بالشركة.

Institutional Ownership	الملكية المؤسسية

نسبة ما يملكه المحترفون من مؤسسات وبيوت مال وصناديق استثمارية من أسهم شركة ما. إذا كانت هذه النسبة عالية، فيدل ذلك على مدى متابعة المحترفين للشركة، راجع الصفحة ٣١٣.

القيمة الجوهرية | **Intrinsic value**

في عقد الخيار هي القيمة الأوتوماتيكية للعقد نتيجة الفارق بين سعر التنفيذ والسعر الحالي للسهم.

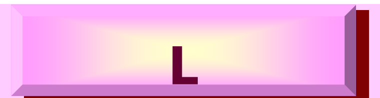


ظاهرة شهر يناير | **January Effect**

ظاهرة مزعومة تؤدي إلى ارتفاع الأسعار في الأسابيع الأولى من شهر يناير (أول شهر في السنة)، ويعود السبب في ذلك إلى توفر النقود لدى المستثمرين نتيجة حصولهم على علاوات في نهاية العام، وما لديهم من هدايا نقدية خاصة بموسم [الكريسمس]، هذا بالنسبة للمستثمرين من أفراد. أما بالنسبة للمحترفين فالسبب يعود لإقبالهم على الأسهم مرة أخرى بعد أن يكونوا عادة قد تخلصوا مما لديهم من أسهم خاسرة في نهاية العام، لأغراض الضرائب، وبالتالي يعودون مرة أخرى للشراء في بداية العام.

سندات عالية المخاطرة (رديئة) | **Junk bond**

سندات تصدر من قبل شركات ضعيفة مالياً تمنح عائداً عالياً للمستثمرين.



الدليل اللّحاق | **Lagging Indicator**

مؤشر اقتصادي أو تجاري أو غيره يأتي بعد حدوث الشيء، لذا فهو لا يفيد في التنبؤ في الأحداث المستقبلية ولكن يؤكد حدثاً سابقاً.

الدليل السّباق | **Leading Indicator**

مؤشر اقتصادي أو تجاري أو غيره يستخدم في التنبؤ بحدوث شيء ما في المستقبل، على سبيل المثال، قد يكون ارتفاع معدل التضخم دليلاً سباقاً لهبوط أرباح الشركات، راجع الصفحة ١٩٨.

جدول أسعار من المستوى الثاني | **Level II Quote**

عرض أسعار الأسهم من قبل خدمات متخصصة يعطي معلومات مفصلة عن حالة العرض والطلب وعن هوية صنّاع السوق، راجع الصفحة ٧٧.

خاصية الرفع | **Leverage**

مقدار قوة الرفع الميكانيكية الموجودة في العجلة وفي رافعة السيارة وغيرها، وهذا التشبيه يستخدم في الاستثمار لتشبيه قدرة الوسيلة الاستثمارية في تحقيق عائد مرتفع.

الخصوم أو الالتزامات	**Liability**
مبلغ من المال يكون بمثابة دين أو التزام على الشركة دفعه أو إعادته لصاحبه.	
أمر محدد	**Limit Order**
أمر بيع أو شراء لأسهم أو أداة استثمارية أخرى يحدد فيه السعر المطلوب من قبل البائع أو المشتري.	
شركة ذات شركاء محدودين	**Limited Partnership**
الصيغة القانونية لشركة مكونة من عدد محدود من الشركاء.	
السيولة	**Liquidity**
تعني وفرة الشيء، سواءً كان نقوداً أو أسهماً، وهي مهمة في الأسواق المالية حيث هناك أدوات لها سيولة عالية وأخرى قليلة السيولة، مما يجعل عملية تداولها صعبة.	

M

استدعاء صيانة الحساب	**Maintenance Call**
استدعاء من الوسيط لتصحيح وضع حساب الهامش عندما تنخفض قيمة الحساب (الملكية) إلى أقل من ٥٠٪.	
استدعاء حساب الهامش	**Margin Call**
استدعاء لصيانة الحساب من الوسيط أو حسب نظام البنك المركزي.	
نسبة الاقتراض	**Margin Rate**
النسبة التي يمكن للمستثمر اقتراضها من الوسيط لشراء الأسهم، والتي يحددها البنك المركزي، راجع الصفحة ٢٠٩.	
أسهم صالحة للاقتراض	**Marginable Stocks**
أسهم قوية يمكن للمستثمر الاقتراض على أساسها، أي أنها تعامل كمبلغ نقدي من قبل الوسيط، وتستخدم كضمان لما تم اقتراضه. لا يمكن عادة الاقتراض على الأسهم التي قيمتها أقل من ٥ دولارات.	
القيمة السوقية	**Market (Market Cap) Capitalization**
"سعر" الشركة والذي يحسب بضرب عدد الأسهم المصدرة في قيمة السهم الحالية.	
عمق السوق	**Market Depth**
حجم كمية الأسهم المتوفرة للشراء بسعر العرض وتلك المتوفرة للبيع بسعر الطلب، والتي إن كانت كبيرة يقال بأن السوق عميقة، وإن كانت قليلة يقال بأن السوق ضحلة، راجع الصفحة ٦٩.	

صانع السوق	Market Maker

تاجر أسهم في سوق [نازداك] يبيع ويشتري لحسابه الخاص بهدف مد السوق بالسيولة اللازمة من الأسهم.

منتدى النقاشات	Message Board

عبارة عن مكان إلكتروني في الإنترنت يتم فيه التحاور والنقاش بين مجموعة من المستخدمين وتنشر فيه معلومات كثيرة في مجالات مختلفة.

حساب سوق المال	Money Market Account

حساب متاح للمستثمر يتم فيه إيداع المبالغ النقدية المتبقية في سوق المال، وهو سوق إيداعات نقدية يقدم فائدة نقدية قليلة، وذلك بدلا من ترك النقود في الحساب النقدي.

العرض النقدي	Money Supply

كمية النقود المتوفرة في البلاد والتي يتحكم البنك المركزي بمستواها إلى حد كبير. يؤدي ارتفاع عرض نقود (بشكل عام) إلى ارتفاع الأسعار، والعكس صحيح، راجع الصفحة ٢٠٢.

المتوسط المتحرك	Moving Average

المتوسط الحسابي لسعر السهم (أو أي أداة أخرى) لعدد ثابت من الأيام ولكن بتغير الفترة التي يغطيها المعدل.

صندوق (أو محفظة) استثمارية	Mutual Fund

صندوق مالي يدار من قبل شركة متخصصة، ويحتوي على أسهم شركات عديدة لغرض توزيع المخاطرة.

N

عقود خيار عارية	Naked Options

عقود خيار أسهم (أو غيرها) يتم بيعها وشراؤها بدون وجود أسهم لهذه العقود في الحساب، وعكسها Covered Options.

مؤشر [نازداك] الشامل	NASDAQ Composite Index

مؤشر سوق [نازداك] يمثّل جميع أسهم [نازداك] ويعتبر من أشهر المؤشرات، راجع الصفحة ٢١٦.

[نازداك]	National Association of Securities Dealers Automated Quotations System (NASDAQ)

نظام عرض الأسعار الآلي للجمعية الوطنية لوسطاء الأوراق المالية ([نازداك]).

القيمة الصافية للأصل	Net Asset Value (NAV)

سعر الحصة الواحدة من صندوق الاستثمار تحسب بقسمة صافي أصول الصندوق على عدد الحصص.

صندوق استثماري بلا عمولة	No Load Fund

صندوق استثماري لا يفرض أي رسوم شراء أو بيع على المستثمر، وهو الأكثر شهرة بين الصناديق.

O

كمية ناقصة	Odd lot

في أمر البيع أو الشراء عندما تكون الكمية المطلوبة أقل من ١٠٠ سهم، وإذا كانت الكمية قابلة للقسمة على ١٠٠ فإنها تعتبر كمية كاملة (Round Lot).

سعر العرض	Offer Price

وهو السعر الذي يمكن للمستثمر شراء الأسهم به، نفس معنى Ask Price.

صناديق استثمارية مفتوحة	Open-end Fund

نوع من أنواع الصناديق الاستثمارية التي تقبل مستثمرين جدد باستمرار ويتغير عدد حصص الصندوق فيها تبعاً لذلك. ومعظم الصناديق الاستثمارية مفتوحة.

توزيع عقد الخيار	Option Spread

إستراتيجية شراء أو بيع ثنائية لعقود الخيار، يقوم بها الشخص بشراء نوعين من عقود الخيار من أجل تقليل حدة المخاطرة عند التعامل في عقود الخيار، راجع الصفحة ٣٨٧.

اختلال أوامر التداول	Order Imbalance

الخلل الناتج عن كثرة أوامر البيع أو الشراء (وليس الاثنان معاً) دون أن تكون هناك أوامر مقابلة لها، فيقوم السوق بإيقاف التداول حتى يعود التوازن إلى شكله الطبيعي.

أنيوتي عادية	Ordinary Annuity

الأنيوتي التي يتكرر المبلغ فيها في نهاية كل فترة وهي من وسائل الاستثمار، الصفحة ٥٠.

شراء مفرط	Over-bought

عندما يظن البعض أن سهم شركة قد تم شراؤه بشكل مفرط، وربما يكون الوقت قد حان لبيعه.

بيع مفرط	Over-sold

عندما يظن البعض أن سهم شركة قد تم بيعه بشكل مفرط، وربما يكون الوقت قد حان لشرائه.

سوق من على المنضدة	Over-the-counter

يطلق هذا الاسم على أسواق الأسهم غير المركزية، تلك التي يتم التداول فيها عن طريق الكمبيوتر والهاتف، مثل سوق [نازداك].

P

القيمة الاسمية	Par Value

هي القيمة الرمزية للسهم المدونة في السجلات المالية للشركة.

مركّب السعر/ ربح السهم	P/E

قيمة سعر السهم على الربح المتحقق لكل سهم، ويستخدم لمقارنة سعر سهم بآخر في المجال نفسه.

أسهم بسعر السنت	Penny Stock

هي الأسهم ذات السعر المتدني، كانت في وقت من الأوقات تباع بسنت واحد، أما الآن فيطلق الاسم على الأسهم التي تباع بأقل من ٥ دولارات. يخطئ المستثمر الجديد ويقوم بشرائها ظناً منه بأنها "رخيصة"، ويمكن المضاربة بها لمن يعرف كيفية التعامل بها.

الناتج الإجمالي للفرد	Per Capita Income

مقدار قسمة الناتج الإجمالي للدولة على عدد السكان، ويعرف كذلك بمتوسط دخل الفرد، راجع الصفحة ٢٠١.

بيتر لينش	Peter Lynch

مدير محفظة [ماجيلان] ويعتبر من أبرز المستثمرين في تاريخ الأسهم الأمريكية، يتميز بقدراته التحليلية المبنية على التحليل الأساسي وعرف بزياراته الميدانية للشركات والتحدث مع المسئولين فيها.

حبة السم	Poison Pill

هي إحدى الطرق التي تتخذها الشركة خشية قيام شركة أخرى بالاستيلاء عليها (عن طريق استحواذ أسهمها)، والهدف من هذه العملية التصدي للشركة الراغبة في الشراء بإثقال الشركة بالديون والالتزامات الأخرى، راجع الصفحة ٨٥.

مخطط بونزي	Ponzi Scheme

طريقة للاحتيال على الإنترنت تعتمد على تجاوب عدد كبير من الناس مع الحيلة، وإيداع أموالهم لدى المحتال الذي يقوم بإعادة المال لمن يطالب به، معتمداً على ضعف احتمال مطالبة الكل بمالهم في الوقت نفسه، راجع الصفحة ٤٣٤.

محفظة	Portfolio

المحفظة الاستثمارية التي تحتوي على عدد من الأسهم والسندات وغيرها من الأدوات الاستثمارية.

المعادن النفيسة	Precious Metal

المعادن مثل الذهب والفضة والبلاتين، والتي يتم تداولها بشكلها المعدني بين الناس، وتباع وتشترى

كعقود آجلة أو عن طريق عقود الخيار.

الأسهم الممتازة	**Preferred Stock**
أسهم تصدرها بعض الشركات، لها عائد ثابت يدفع سنوياً، ولا يخول حامله التصويت على مجلس الإدارة.	
القيمة الحاضرة	**Present Value**
قيمة مبلغ من المال مستحق في المستقبل على فرض أن المبلغ ينمو بنسبة معينة.	
السعر المفضل	**Prime Rate**
معدل الفائدة الذي يحصل عليه أفضل العملاء من قبل البنوك التجارية، وهو أعلى من سعري الخصم والتمويل الفدرالي، وأقل مما يحصل عليه عامة الناس. وتحصل الشركات المتميزة عادة على سعر أفضل من هذا السعر، راجع الصفحة ٢٠٩.	
البيانات المالية التطلعية	**Pro Forma Statements**
هي تلك البيانات المالية المعدة للعام المقبل حسب افتراضات معينة.	
مؤشر أسعار المنتجين	**Producer Price Index**
مؤشر اقتصادي يبين مدى صعود الأسعار التي يدفعها المنتجون أو هبوطها، ويفيد في التنبؤ بحالة التضخم، راجع الصفحة ٢١١.	
هامش الربح	**Profit Margin**
نسبة الربحية نتيجة قسمة صافي الربح على المبيعات، ويبين مقدار الربحية من كل دولار مبيعات.	
التداول المبرمج	**Program Trading**
طرق إلكترونية يقوم فيها المحترفون ببرمجة الكمبيوتر لإجراء أوامر بيع وشراء أوتوماتيكية عند حدوث شيء ما للسهم أو للسوق بشكل عام.	
وثيقة طرح الأسهم	**Prospectus**
وثيقة لها صبغة قانونية تذكر فيها معلومات كاملة عن الشركة، طبيعة عملها، وبياناتها المالية، مما يعين المستثمر على معرفة جودة الشركة.	
وثيقة التفويض	**Proxy**
وثيقة تستخدم من قبل مالك الأسهم لتوكيل شخص آخر للتصويت عنه في الجمعية العامة.	
الإشادة ثم الإطاحة	**Pump and Dump**
طريقة يقوم بها المحتالون لتحقيق الربح على حساب الغير. هنا يقوم المحتال بالإشادة بسهم ما مستخدماً طرقاً شتى لإقناع عدد كبير من الناس بذلك، وبعد ارتفاع السعر (بسبب إقبال الناس على شراء السهم) يقوم المحتال ببيع ما لديه من أسهم، راجع الصفحة ٤٣٤.	

Put Option — **عقد خيار البيع**

عقد خيار يستفيد منه المشتري في حالة هبوط السعر. يحصل البائع على مبلغ من المال مقابل الالتزام بالشراء متى ما أراد مشتري عقد الخيار بيعه.

Pyramid Schemes — **طرق تسويق هرمية**

طرق معينة تستعمل من قبل المحتالين الذين يعتمدون على تعاون عدد كبير من الناس للحصول على مبلغ من المال.

Q

Quick Ratio — **مركّب السيولة السريع**

قيمة الأصول الجارية ناقص المخزون تقسيم الخصوم الجارية، ويقيس مدى قدرة الشركة على سداد ديونها الجارية بشكل سريع، راجع الصفحة ١٨٠.

Quote — **سعر**

جدول يبين سعر سهم أو غيره ويعرض تفاصيل عديدة عن حالة السعر.

R

Random walk — **مسار عشوائي**

فرضية تقول بأن أسعار الأسهم تتبع مسارات عشوائية لا يمكن التنبؤ بما سوف تؤول إليه، ولا يمكن تحقيق عائد أفضل من الأداء العام للأسهم إلا باتخاذ قدر كبير من المخاطرة، راجع الصفحة ١٣٨.

Reserve Requirement — **الاحتياطي المطلوب**

المبلغ الذي يجب على البنوك التجارية تركه جانباً (إما لديهم أو لدى البنك المركزي) من أجل الحفاظ على سلامة النظام المصرفي في البلاد، راجع الصفحة ٢٠٥.

Resistance — **المقاومة**

خط أفقي في الرسم البياني لمسار السهم يعتبر الحد الأعلى لصعود السهم.

Retained Earnings — **أرباح مدخرة (مستبقاة)**

جميع الأرباح التي احتفظت بها الشركة على مدى عمرها.

Return — **العائد**

العائد المالي على مبلغ من المال تم دفعه من أجل الاستثمار.

Return on Assets — **العائد على الأصول**

صافي الربح مقسوماً على إجمالي الأصول، لقياس مدى ربحية ما تم استثماره من أصول في الشركة.

العائد على الملكية	Return on Equity
صافي الربح مقسوماً على الملكية، ويبين مدى ربحية المبالغ التي استثمرت من قبل الملاك، راجع الصفحة ١٨٧.	
مخاطرة	Risk
عامل المخاطرة في الاستثمار، ويختلف من أداة استثمارية لأخرى.	

S

مؤشر [أس آند بي ١٠٠]	S&P 100 Index
مؤشر لمائة سهم من أكبر الشركات الأمريكية وأقواها، ورمزه OEX.	
مؤشر [أس آند بي ٥٠٠]	S&P 500 Index
من أهم مؤشرات السوق والذي يعبّر عن واقع الأسهم الجيدة في الأسواق الأمريكية، ورمزه SPC.	
شركة [أس آند بي]	S&P Standards and Poors Corp.
مؤسسة [أس آند بي] المتخصصة في الأسواق المالية ونشر مؤشرات السوق.	
تصفية المعلومات	Screening
طرق آلية لتصفية المعلومات الخاصة بالأسهم تمكّن الشخص من البحث عن شركات لها مواصفات معينة.	
هيئة الأوراق والأسواق المالية	SEC: Securities and Exchange Commission
منظمة حكومية تعنى بالإشراف على عمل الأسواق المالية من أجل إيجاد مناخ استثماري عادل.	
السوق الثانوي	Secondary Market
يقصد به السوق الذي يتم فيه تداول الأسهم بعد الاكتتاب في السوق الأولي (Primary Market).	
الطرح الثانوي	Secondary Offering
طرح أسهم إضافية في وقت لاحق للطرح الأولي.	
تاريخ التسوية	Settlement Date
اليوم المقرر لإنهاء إجراءات البيع أو الشراء، وهو حالياً محدد بثلاثة أيام بعد تاريخ التداول. فإذا تم التداول في يوم الاثنين فإن المستثمر مطالب بدفع كامل المبلغ في يوم الخميس كحد أقصى.	

تسجيل بيع أسهم مفتوح	Shelf Registration

قيام الشركة بتسجيل تصريح من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية لبيع أو شراء عدد معين من الأسهم، وترك تحديد الكمية والتي تأتي على دفعات حسب ما يقتضيه وضع السوق.

بيع مسبق مغطى	Shorting against the box

طريقة للبيع المُسبق كانت تمارس للحد من الضرائب، وذلك ببيع أسهم المحفظة بشكل مسبق في حساب آخر في نهاية العام منعاً لدفع الضرائب المقرة على المدى القصير. ثم بعد مضي عام على شراء الأسهم الأصلية يتم بيعها، فتكون الأرباح طويلة المدى (وبالطبع أقل ضرائب). هذه الطريقة لا تعني لمعظم المستثمرين العرب الشيء الكثير، عدا استخدامها في توقع حدوث مثل هذه العمليات في نهاية العام، خصوصاً للشركات المرتفعة.

الأسهم المباعة مُسبقاً	Short Interest

عدد أسهم الشركة التي تم بيعها بشكل مُسبق من قبل المضاربين في السوق، ويعبر هذا العدد عن رأي المضاربين التشاؤمي، راجع الصفحة ٢١١.

مقياس البيع المُسبق	Short Ratio

نسبة عدد الأسهم المباعة مُسبقاً مقارنة بكمية التداول اليومية. مثلاً، إذا كانت القيمة ٢,٠٠ فإن ذلك يعني أن عدد الأسهم المباعة مُسبقاً يعادل ضعف كمية التداول اليومية. فلو احتاج المضاربون لاستعادة الأسهم (Buy to cover) فعليهم شراء هذا المقدار من السوق، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم.

البيع المُسبق	Short Selling

طريقة يستخدمها المضاربون غالباً عندما يعتقدون بأن سهماً ما سوف يهبط عن سعره الحالي. عندها يقومون ببيع السهم في الوقت الحاضر ومن ثم شراؤه لاحقاً (بسعر أقل إن أمكن).

التضييق على البائعين مُسبقاً	Short Squeeze

يقصد بهذا المصطلح الحالة التي عندها يضطر بائعو الأسهم مسبقاً للشراء من أجل استعادة ما قاموا ببيعه من أسهم في وقت سابق، ربما لاعتقادهم بأن السعر سوف يرتفع بشكل كبير.

مؤسسة ضمان المستثمر	SIPC Securities Investor Protection Corporation

شركة غير ربحية تقوم بضمان الوسيط ضد الإفلاس والمشاكل المالية، وبذلك تمنح المستثمر نوعا من الطمأنينة مع الوسيط الذي يتعامل معه.

الملكية الفردية	Sole Proprietorship

شركة أو مؤسسة مملوكة من قبل شخص واحد.

الأخصائي	Specialist

الشخص الذي يقوم بعملية تسهيل بيع الأسهم وشرائها في سوق نيويورك والسوق الأمريكي، وأحياناً يشتري ويبيع لصالح حساب شركته من أجل مد السوق بالسيولة اللازمة والعدالة المطلوبة، راجع الصفحة ٦٢.

تجزئة السهم	Split

عملية تجزئة الأسهم المصدرة من أجل تخفيض قيمة السهم. مثلاً، تجزئة بنسبة ٢:١ يعني أن من يملك ١٠٠٠ سهم يصبح لديه ٢٠٠٠ سهم، وينخفض سعر السهم بمقدار نصف القيمة.

تجزئة عكسية	Split (Reverse Split)

عملية تجزئة الأسهم المصدرة بحيث يقل عدد الأسهم المصدرة ويرتفع السعر، وتمارس أحياناً من قبل الشركات الضعيفة لرفع قيمة أسهمها طمعاً في استقطاب المحترفين وكبار المستثمرين.

فارق السعر	Spread

الفرق بين سعرين، مثلاً الفرق بين أفضل سعر للعرض وأفضل سعر للطلب، ويعتبر فارق السعر في سوق [نازداك] أكبر منه في سوق نيويورك، إلا أن ذلك بدأ يتقلص بعد ظهور بعض التنظيمات الجديدة واستخدام الكسور العشرية في أسعار الأسهم.

برامج الجداول	Spreadsheet Software

برامج حاسب آلي تستخدم في الحسابات المالية، تتميز بسهولة إجراء الحسابات والتحكم بها بشكل جيد، ومن أشهرها برنامج Excel وبرنامج Lotus 123.

قائمة التدفقات النقدية	Statement of Cash Flow

بيان مالي تصدره الشركة يوضح تحرك المبالغ النقدية خلال فترة معينة، راجع الصفحة ١٦٧.

سهم (أو أسهم)	Stock

الحصة الناتجة عن تقسيم ملكية شركة ما، ويطلق على كل حصة مسمى سهم.

عقود خيار الأسهم	Stock Options

عبارة عن عقود لشراء الأسهم أو بيعها تمنح حاملها حق الشراء في المستقبل بسعر معين.

رمز السهم	Stock Symbol

رمز للسهم مكون من واحد إلى خمسة أحرف يستعمل في التعامل في الأسهم. إذا كان الرمز من حرف أو حرفين أو ثلاثة يكون السهم مسجلاً إما في سوق نيويورك أو السوق الأمريكي، ما عدا ذلك يكون مسجلاً في سوق [نازداك].

أمر لوقف الخسارة	Stop Loss Order

هو نفس أمر البيع الموقوف Sell Stop Order.

إستراتيجية السرج	Straddle

من استراتيجيات عقود الخيار، يتم فيها شراء عقد شراء (Call) وعقد بيع (Put) معاً.

إستراتيجية الخنق	Strangle

من استراتيجيات عقود الخيار، يقوم فيها الشخص بشراء عقد شراء (Call) وعقد بيع (Put) في الوقت نفسه والشهر نفسه ولكن بسعر تنفيذ مختلف.

الدعم	Support

خط أفقي في الرسم البياني لمسار السهم يعتبر الحد الأدنى لهبوط السهم.

T

الاستحواذ	Takeover

قيام شركة ما بشراء شركة أخرى بشراء جميع أسهمها من السوق.

التحليل الفني	Technical Analysis

طرق فنية حسابية وتحليلية لدراسة حالة الأسهم والأوراق المالية بشكل عام، عكس التحليل الأساسي Fundamental Analysis.

شريط الأسعار	Ticker Tape

شريط إلكتروني (وكان ميكانيكياً في السابق) تظهر عليه أسعار الأسهم، راجع الصفحة ٧٣.

القيمة الإجمالية للحساب	Total Equity

تشمل القيمة الحالية للأسهم وأية أوراق مالية أخرى بما في ذلك الأوراق النقدية.

تاريخ التداول	Trade Date

التاريخ الذي تم فيه تداول الأسهم ويظهر في إشعارات التداول.

التداول في حساب الهامش	Trading on Margin

تداول الأسهم باستخدام حساب الهامش (Margin Account).

أذونات الخزينة	Treasury Bills

سندات حكومية أمريكية مدة الاستحقاق فيها عادة أقل من عام.

سندات الخزينة	Treasury Bonds

سندات حكومية أمريكية مدة الاستحقاق فيها عادة أكثر من عشرة أعوام.

أوراق الخزينة	Treasury Notes

سندات حكومية أمريكية مدة الاستحقاق فيها عادة بين عام وعشرة أعوام.

اليوم الثلاثي المنحوس	Triple-witching Day

هو يوم الجمعة الذي تنتهي فيه ثلاث وسائل مالية معاً، وهي العقود الآجلة، وعقود الخيار وعقود الخيار على العقود الآجلة، وفيه تغلق العقود وتنفذ عقود الخيار مما يشكل حركة كبيرة للأسهم، قد تكون إيجابية أو سلبية حسب وضع السوق وتوقعات المستثمرين.



الجهة القائمة بالاكتتاب	Underwriter

جهة تقوم بشراء الأسهم من الشركة المصدرة للأسهم وتقوم ببيعها على المستثمرين، غالباً ما تكون تلك الجهة بنك استثمار، راجع الصفحة ٨٥.

علو تقييم الشركات وانخفاضه	Upgrade/Downgrade

تقييم الشركات حسب آراء المحللين، والذي قد يكون إيجابياً ويرفع المحلل تقييمه للشركة من درجة لدرجة أعلى، أو يكون سلبياً ويخفض تقييمه من درجة إلى درجة أقل، راجع الصفحة ٣١١.

تحميل البيانات	Upload

نقل البيانات من جهاز الكمبيوتر الشخصي إلى جهاز آخر عن طريق شبكة الكمبيوتر.

ارتفاع في السعر	Up Tick

تغير سعر التنفيذ إلى الأعلى، ويستخدم في أنظمة البيع المُسبق لمنع البيع حتى يكون هناك ارتفاع في سعر آخر عملية، راجع الصفحة ١٢١.



التثمين	Valuation

تقييم أداء الشركات، أو تثمين قيمتها.

رأس المال المغامر	Venture Capital

رأس مال يضخ في الشركات الصغيرة الواعدة، خاصة ذات المخاطرة العالية، من المتوقع أن يكون لها نمو كبير في المستقبل.

مدى التذبذب	Volatility

مقياس لمدى التذبذب في سعر الأداة الاستثمارية يدل على مدى المخاطرة ويقاس بحساب الانحراف

المعياري للسعر (Standard Deviation).



أسهم ضمانية	**Warrants**

امتياز يسمح لحامله شراء أسهم ما بسعر معين خلال فترة معينة. تقوم بعض الشركات بإصدارها مع أسهم أو سندات من أجل تحسين العرض في عين المشتري، وتشبه في فكرتها عقود الخيار على الأسهم.

وارين بفيت	**Warren Buffett**

مستثمر معروف حقق بلايين الدولارات عن طريق الأسهم. يتميز بأسلوبه الأساسي في انتقاء الأسهم، حيث يدرس طبيعة عمل الشركات ويقوم بتحليل أدائها.

تزيين النافذة	**Window Dressing**

طريقة يتخذها مديرو المحافظ والصناديق في نهاية العام لتحسين وضع المحافظ عن طريق شراء أسهم بعض الشركات التي حققت أداءً جيداً خلال العام، من أجل أن تظهر هذه الأسماء من ضمن محافظهم لذلك العام، الأمر الذي قد يعطي انطباعا حسناً لدى المستثمرين. كذلك قد يقوم مدير المحفظة ببيع الأسهم المتدنية منعاً لظهورها في المحفظة، مما يؤثر على أسعار الأسهم في نهاية العام.

ضريبة محتجزة	**Withholding Tax**

قيام الوسيط (أو جهة عمل الشخص) بالاحتفاظ بجزء من دخل العميل لسداد ما عليه من ضرائب في نهاية العام. لذا يجب على الشخص تعبئة نموذج W-8Ben لتفادي حجز أمواله، راجع الصفحة ٣٢٥.

رأس المال العامل	**Working capital**

الفرق بين التزامات الشركة (الخصوم) وما لديها من أصول جارية، ويشير إلى مقدار رأس المال الذي يمكن للشركة الاستفادة منه في التشغيل والتطوير.



العائد	**Yield**

نسبة العائد المتحقق من السهم نتيجة الأرباح أو مقدار الفائدة على السند أو الإيداع لدى البنك.

منحنى عائد الاستحقاق	**Yield Curve**

رسم بياني يوضح مقدار الفائدة لعدة أنواع من السندات، ويستخدم في معرفة توجه الحالة الاقتصادية.

المراجع

هذه قائمة بأبرز الكتب والمراجع التي استفدت منها بشكل أو آخر في كتابة هذا الكتاب، مع وضع خط تحت أهم الكتب التي أنصح بقراءتها (راجع صفحة xv بشأن طريقة المراجع المتبعة).

(١) "القطاع المصرفي السعودي: إنجازات وتحديات مستقبلية"، الدكتور بسام حمدان، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، ١٤٢٤هـ.

(٢) "التقرير السنوي: مؤسسة النقد العربي السعودي"، إدارة الأبحاث والإحصاء، ٢٠٠٤م.

(٣) "تحليل التقارير المالية"، الدكتور محمود إبراهيم عبدالسلام تركي، جامعة الملك سعود، ١٩٩٥م.

(٤) "دليل المستثمر في سوق الأسهم السعودية"، محمد صالح الراجحي، مكتبة الشقري، ١٩٩٨م.

(٥) "النقود والبنوك والأسواق المالية: وجهة نظر شمولية"، الدكتور يوسف عبدالله الزامل، الدكتور أحمد يوسف عبدالخير، الدكتور عبدالعزيز علي السوداني، الجمعية السعودية للمحاسبة، ٢٠٠١م.

(٦) "النقود والبنوك والأسواق المالية"، د. عبدالرحمن الحميدي ، د. عبدالرحمن الخلف، دار الخريجي للنشر، ١٤١٧هـ.

(٧) "تداول الأسهم الأمريكية بالإنترنت"، فرحان حميد الشمري، دار إيجي مصر للطباعة، ٢٠٠٠-٢٠٠١م.

(٨) "المدخل في أساسيات الاستثمار"، د. محمد الوطيان، مكتبة الفلاح، الكويت، ١٩٩٠م.

(٩) "كيف تتجاوز مخاطر الاستثمار في الأسهم الدولية؟"، م. عبدالعزيز الصاعدي، مكتبة العبيكان، ٢٠٠١م.

(١٠) "تجارة العملات عبر الإنترنت"، أحمد مكاوي، هاني عمر، جابر الهاجري، الكويت، ٢٠٠٤م

(١١) "دور البنوك التجارية في دعم القطاع الخاص"، إدارة البحوث، الغرفة التجارية الصناعية، ١٤١٠هـ.

(12) **25 Investment Classics**, Leo Gough, Financial Times, 1998.

(13) **A Random Walk Down Wall Street**, 8th Edition, Burton G. Malkiel

(14) **Accounting:** The Basis for Business Decisions, 5th Edition, Walter B. Meigs and Robert F. Meigs, McGraw Hill, 1981.

(15) **Against the Gods:** The Remarkable Story of Risk, Peter L. Bernstein

(16) **Barbarian at The Gates:** The Fall of RJR Nabisco, Bryan Burrough and John Helyar, Arrow Books, 1990.

(17) **Beating the Street**, Peter Lynch with John Rothchild, Simon & Schuster, 1994.

(18) **Come Into My Trading Room**: A Complete Guide to Trading, Alexander Elder

(19) **Dot.con**: The Greatest Story Ever Sold, John Cassidy,.

(20) **Economics Explained**, Robert Heilbroner and Lester Thurow, Touchstone, 1994.

(21) **Economics 18th Edition,** Paul Samuelson and William Nordhaus, Mgraw Hill, 2005**.**

(22) **Elliott Wave Principle**: Key to Market Behavior, Robert Rougelot Prechter, A. J. Frost
(23) **Extraordinary Popular Delusions & the Madness of Crowds**, Andrew Tobias (Foreword), Charles Mackay, 1995.
(24) **Frank Cappiello's New Guide To Finding The Next Superstock**, Frank Cappiello, Liberty House, 1988.
(25) **Fundamentals of Financial Management**, 5th Edition, Eugene F. Brigham, Dryden, 1989.
(26) **Guide To Investing**, 2nd Edition, The New York Institute of Finance, New York Institute of Finance Corporation, 1992.
(27) **Guide To Trading**, booklet, Futures, the Magazine of commodities & Options, 1990.
(28) **High Probability Trading**, Marcel Link, .
(29) **Hot Commodities**: How Anyone Can Invest Profitably in the World's Best Market, Jim Rogers
(30) **How I Made 2,000,000 in the Stock Market**, Nicolas Darvas.
(31) **How The Stock Market Works**, 2nd Edition, John M. Falton, Editor, New York Institute of Finance Corp., 1993.
(32) **How To Make Money In Stocks**: A Winning System In Good Times or Bad, William J. O'Neil, McGraw Hill, 1991.
(33) **How Wall Street Works**, David L. Scott, McGraw Hill, 1999.
(34) **Intermarket Analysis**: Profiting from Global Market Relationships, John J. Murphy
(35) **Investing Online for Dummies**, 2nd Edition, Kathleen, Sindell, Ph.D., IDG Books, 1999.
(36) **Investments,** Willam Sharpe, Gordon Alexander, and Jeffery Bailey, 6th edition, Prentic Hall International, 1999.
(37) **Irrational Exuberance**, 2nd Edition, Robert J. Shiller
(38) **Knowledge Exchange Business Encyclopedia Illustrated**, Lorraine Spurge, Editor in Chief, Knowledge Exchange, 1997.
(39) **Lessons from the Greatest Stock Traders of All Time**, John Boik.
(40) **Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises**, Wiley Investment Classics, by Charles P. Kindleberger, 2001
(41) **Martin Pring's Introduction to Technical Analysis**: A CD-ROM Seminar and Workbook, Martin J. Pring
(42) **MetaStock in a Nutshell**, S. L. Sherwood
(43) **Momentum Explained**, Martin J. Pring
(44) **Options As A Strategic Investment,** Lawrence G. McMillan, NY Institute of Finance, 2002**.**
(45) **Practical Speculation**, Victor Niederhoffer, Laurel Kenner,.
(46) **Reminiscences of a Stock Operator**, Edwin Lefèvre,.
(47) **Rich Dad, Poor Dad**, Robert Kiyosaki, Warner Books, 1998.
(48) **Running Money**: Hedge Fund Honchos, Monster Markets and My Hunt for the Big Score, Andy Kessler
(49) **Starting Out in Futures Trading**, Mark J. Powers, McGraw Hill Text, 2001.

(50) **Stock Market Logic**, Norman G. Fosback, Dearborn Financial Publishing, Inc., 1993.
(51) **Stock Market Wizards**: Interviews with America's Top Stock Traders, working paper. Jack D. Schwager,.
(52) **Technical Analysis for the Trading Professional**, Constance M. Brown, et al
(53) **Technical Analysis from A to Z**, 2nd Edition, Steven B. Achelis
(54) **Technical Analysis of Stock Trends**, Robert D. Edwards and John Magee, 8th edition, John Magee, Inc, Chicago, 2000.
(55) **Technical Analysis of the Financial Markets**: A Comprehensive Guide to Trading Methods and Applications, John J. Murphy,.
(56) **Technician's Guide to Day and Swing Trading**, Martin J. Pring
(57) **The Coming Collapse of the Dollar and How to Profit from It**: Make a Fortune by Investing in Gold and Other Hard Assets, James Turk, John Rubino
(58) **The Encyclopedia Of Technical Market Indicators**, 2nd Edition, Robert W. Colby,.
(59) **The Gorilla Game**, Geoffrey A. Moore, Paul Johnson, Tom Kippola, Capstone Publishing Limited; 1998.
(60) **The Great Bust Ahead**: The Greatest Depression in American and UK History is Just Several Short Years Away, Daniel A. Arnold
(61) **The Intelligent Investor**: The Definitive Book On Value Investing, Revised Edition, Benjamin Graham, Jason Zweig
(62) **The International Economy,** Peter Kenen, Cambridge Press, 2000
(63) **The making of a Dealer Market**, working paper. Ellis, K M. O'Hare, R. Michaely, 1999, Cornell University.
(64) **The Master Swing Trader**: Tools and Techniques to Profit from Outstanding Short-Term Trading Opportunities, Alan S. Farley
(65) **The New Finance**: Overreaction, Complexity and Uniqueness, 3rd Edition, By: Robert A. Haugen
(66) **The Options Advantage**: gaining a trading edge over the markets, David L. Caplan, Probus 1991.
(67) **The Wisdom of Crowds**: Why the Many Are Smarter Than the Few and How Collective Wisdom Shapes Business, Economies, Societies and Nations, James Surowiecki
(68) **Trade Like a Hedge Fund** : 20 Successful Uncorrelated Strategies & Techniques to Winning Profits, James Altucher,.
(69) **Trading Classic Chart Patterns**, Thomas Bulkowski.
(70) **Trend Following**: How Great Traders Make Millions in Up or Down Markets, Michael W. Covel,.
(71) **When Genius Failed**: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management, Roger Lowenstein
(72) **You Can Be A Stock Market Genius**, Joel GreenBlatt, Simon & Schuster, 1997.

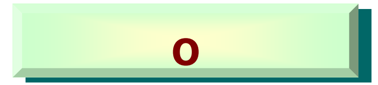
Index كشاف

C

F



N



O

P

ملاحظات

ملاحظات

ملاحظات

ملاحظات

ملاحظات

لمن يود الخوض في عالم الاستثمار ... عالم الأسهم ... عالم البحث عن الاستقلال المالي. العلم والمعرفة هما سلاح المستثمر، وبدونهما فإن المستثمر أشبه بمن يقود سيارة أُطفئت مصابيحها في جنح الليل، فهو لا يرى الطريق أمامه، لكنه يأمل أن يحالفه الحظ ويصل إلى مبتغاه ... فقراءة هذا الكتاب بمثابة إشعال مصابيح السيارة قبل تحريكها.

المال والاستثمار في الأسواق المالية

* أهم كتاب عملي وشامل للمستثمرين والمضاربين في الأسهم ... يحتوي على شرح مفصل وواضح لأهم مفاهيم التحليل الأساسي (المالي) والتحليل الفني للأسهم الدولية والأسهم السعودية، إلى جانب عدد من وسائل الاستثمار الأخرى.

أبرز المواضيع

التخطيط المالي والعائد على الاستثمار * العرض والطلب * التداول اليومي * أوامر التداول المتقدمة * الاكتتاب في الأسهم * فرضية كفاءة السوق * النسب المالية * المؤشرات المالية الاقتصادية * النماذج الفنية * المؤشرات الفنية * أهم المواقع * الصناديق الاستثمارية * وسائل استثمار حديثة * أسهم مؤشرات * صناديق عقارية * عقود الخيار * السندات * السلع الآجلة * أسهم التكنولوجيا * صناديق التحوط * الإفلاس * الفقاعات المالية * البيع المسبق * الاستثمار الإسلامي * مستقبل السوق السعودي.

المؤلف

الدكتور فهد الحويماني من أبرز الخبراء في أسواق الأسهم، له خبرة طويلة في تداول الأسهم وغيرها من الوسائل الاستثمارية. تم اختياره عضواً في نادي الخبراء محدود العضوية في الولايات المتحدة عام ١٩٩٥م، وهو عضو مشارك في جمعية المحللين الفنيين الأمريكية، وعضو عامل في جمعية الاقتصاد السعودية، ولديه شهادة ماجستير في إدارة الأعمال وشهادتي ماجستير في علوم الحاسب الآلي، ودرجة الدكتوراة في مجال البنية التحتية للإنترنت. عمل رئيساً لإدارة الإنترنت في المملكة العربية السعودية، ورئيس تنفيذي لشركة اتصالات خاصة، ومذيع ومعد لبرامج تلفزيونية وإذاعية، ويعمل حالياً مستشاراً في وزارة الاتصالات وتقنية المعلومات.

اقرأ كذلك للمؤلف كتاب "الأسهم السعودية باختصار"...



رقم الإيداع ١٤٢٦/٧٤٥٧ ، ردمك ٩٩٦٠ - ٤٩ - ٩٨٠ - ٤